SR Research Report
2014/7/18

ケネディクス（4321）

当レポートは、掲載企業のご依頼により弊社が作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、sr_inquiries@sharedresearch.jp までメールをお寄せください。ブルームバーグ端末経由でも受け付けております。

目次

直近更新内容 4
概略 4
業績動向 8
事業内容 16
事業概要 16
収益構造 18
主要ビジネス 19
収益性分析 25
受託資産（AUM） 26
グループ 32
SW（Strengths, Weaknesses）分析 33
市場とバリューチェーン 34
経営戦略 38
過去の業績 40
損益計算書 49
貸借対照表分析 54
キャッシュフロー計算書 58
その他情報 60
用語集 60
沿革 63
ニュース＆トピックス 64
大株主 71
株主還元 71
トップ経営者 71
企業概要 73

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

損益計算書	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期
（百万円）	連結	連結	連結	連結	連結	会社予想
営業収益	**77,831**	**38,589**	**19,486**	**20,957**	**22,456**	**21,000**
前年比	-43.4%	-50.4%	-49.5%	7.5%	7.2%	-6.5%
営業総利益	**13,514**	**11,411**	**10,609**	**9,401**	**11,077**	**10,200**
前年比	-39.7%	-15.6%	-7.0%	-11.4%	17.8%	-7.9%
営業総利益率	17.4%	29.6%	54.4%	44.9%	49.3%	48.6%
営業利益	**8,433**	**7,331**	**6,931**	**5,837**	**6,914**	**5,200**
前年比	-48.2%	-13.1%	-5.5%	-15.8%	18.5%	-24.8%
営業利益率	10.8%	19.0%	35.6%	27.9%	30.8%	24.8%
経常利益	**225**	**2,202**	**2,464**	**2,328**	**4,878**	**4,100**
前年比	-95.8%	878.7%	11.9%	-5.5%	109.5%	-15.9%
経常利益率	0.3%	5.7%	12.6%	11.1%	21.7%	19.5%
当期純利益	**-18,438**	**-2,542**	**1,313**	**-10,128**	**1,985**	**3,000**
前年比	-	-	-	-	-	51.1%
純利益率	-23.7%	-6.6%	6.7%	-48.3%	8.8%	14.3%
一株当たりデータ						
期末発行済株式数（千株）	1,212	2,291	2,291	2,291	265,658	
EPS	-239.7	-15.6	5.7	-44.2	8.3	11.3
EPS （潜在株式調整後）	-	-	-	-	-	
DPS	-	-	-	-	-	3.0
BPS	385.8	262.2	265.9	221.8	268.3	
貸借対照表（百万円）						
現金・預金	18,291	10,913	7,706	13,813	25,795	
流動資産合計	**98,536**	**62,712**	**30,161**	**28,536**	**49,763**	
有形固定資産	98,143	118,830	137,707	80,937	78,586	
投資その他の資産計	21,647	24,626	22,391	16,625	16,710	
無形固定資産	275	59	165	170	3,338	
資産合計	**218,603**	**206,228**	**190,426**	**126,270**	**148,398**	
営業未収金	436	348	492	134	594	
短期有利子負債	83,954	30,543	38,910	18,763	10,771	
流動負債合計	**91,488**	**36,508**	**41,665**	**20,855**	**13,253**	
長期有利子負債	69,082	93,081	70,856	44,857	55,253	
固定負債合計	**72,588**	**98,571**	**77,324**	**49,343**	**60,803**	
負債合計	**164,077**	**135,080**	**118,990**	**70,199**	**74,056**	
純資産合計	**54,525**	**71,147**	**71,435**	**56,071**	**74,341**	
有利子負債（短期及び長期）	153,036	123,624	109,766	63,620	66,024	
キャッシュフロー計算書 （百万円）						
営業活動によるキャッシュフロー	54,553	23,737	6,181	10,545	-2,787	
投資活動によるキャッシュフロー	-10,980	-15,333	5,674	31,276	8,947	
財務活動によるキャッシュフロー	-37,809	-17,481	-14,461	-37,108	9,036	
財務指標						
総資産利益率（ROA）	-7.5%	-1.2%	0.7%	-6.5%	2.2%	
自己資本利益率（ROE）	-39.4%	-4.8%	2.2%	-16.6%	4.9%	
自己資本比率	21.4%	29.1%	32.0%	40.3%	48.1%	

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

*2013年12月期に1対100の株式分割を実施。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

直近更新内容

概略

2014 年 7 月 8 日、ケネディクス株式会社は、ケネディクス REIT-able Fund 組成と匿名組合出資に関して発表した。
（リリース文へのリンクはこちら）

同社グループでは、下記の通り、同社グループの上場 J-REIT が投資可能な不動産等を主な投資対象としたケネディクス REIT-able Fund（以下、「当該ファンド」とする）を組成し、複数の顧客投資家との間で出資協定書を締結することとした。

また、同社は、当該ファンドの第一号案件として組成される合同会社クリークインベストメント・スリー（以下、「当該 SPC」とする）が東京都内に所在する賃貸住宅 3 物件を取得することに関し、当該 SPC に対して匿名組合出資を行うことを決議した。

ファンドの概要
- 総資産規模：最大350億円程度（予定）
- 投資家：同社及び複数の国内投資家（以下、「当該ファンドの投資家」とする）
- 運用期間：3 年程度
- 投資形態：合同会社への匿名組合出資
- 投資対象：ケネディクス・オフィス投資法人、ケネディクス・レジデンシャル投資法人及び日本ロジスティクスファンド投資法人（以下「KDXスポンサーREIT」とする）の投資基準を満たす不動産等

ファンド組成の目的について
(1)同社グループ受託資産残高（AUM）の成長
同社は、当該ファンドのアセットマネジメントを受託することにより、同社 AUM を成長させることができるとともに、当該ファンドを通じ、安定的な外部成長機会を各 KDX スポンサーREIT に対して提供できると考えている。なお、当該ファンドは原則として、投資対象資産の取得と同時に、KDX スポンサーREIT から共同出資を受け、共同出資を行った KDX スポンサーREIT に対して資産売却時における優先交渉権を付与する。

(2) 顧客投資家層の拡大
同社は、当該ファンドへの取組を通じて、KDX スポンサーREIT の投資基準を満たす収益不動産等への共同投資機会を創出し、ミドルリスク・ミドルリターンの投資商品を継続的に提供していくことで、同社顧客投資家層の拡大に資するものと考えている。なお、当該ファンドにおいては、当該ファンドの投資家からの同意を得られた場合、当該ファンドの投資家以外の新たな投資家から匿名組合出資を募ることが認められている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

（3）自己勘定投資の活用
同社は、原則として、当該ファンドの匿名組合員として共同出資することを予定しており、当該ファンドを通じて、共同投資を中心とした自己勘定投資資金の活用の促進、並びに、自己勘定投資資金の分散投資を一層図れるものと考えている。

匿名組合出資についての概要
当該ファンドの第一号案件として、同社とケネディクス・レジデンシャル投資法人及び当該ファンドの投資家の一部からの共同出資により、賃貸住宅 3 物件（諸コスト等を含む総額約 5,885 百万円）を当該 SPC が取得する。

匿名組合出資額及び出資比率
- ケネディクス株式会社：265百万円（約18.7%）
- ケネディクス・レジデンシャル投資法人：150百万円（約10.6%）
- 当該ファンドの投資家の一部（複数）：計1,000百万円（約70.7%）

日程
- 当該SPCへの出資実行日：2014年7月9日（予定）
- 当該SPCでの取得実行日：2014年7月10日（予定）

2014 年 6 月 19 日、同社は棚卸資産の譲渡について発表した。
（リリース文へのリンクはこちら）

同社は連結子会社であるシャテルドン・インベスターズ・ワン有限会社が保有するガソリンスタンドを譲渡することを決定した。

譲渡資産の概要
資産内容　　：ガソリンスタンド 19 件（全国各地）
当初取得価格：3,587 百万円（帳簿価格：約 3,386 百万円）
譲渡価格　　：4,060 百万円
譲渡損益　　：672 百万円
現況　　：ガソリンスタンド
譲渡実行日　：2014 年 6 月 25 日（予定）

譲渡の理由として、中期経営計画における重点施策の一つである、保有不動産売却による資産の組み換えを目的として行うものとしている。

当該ガソリンスタンド売却により、2014 年 12 月期決算において、営業利益約 6 億円を計上

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

する見込みであるが、2014 年 12 月期連結業績予想に変更はない。

2014 年 5 月 30 日、同社との取材を踏まえ 2014 年 12 月期第 1 四半期決算の内容を更新した。
（詳細は 2014 年 12 月期第 1 四半期決算項目を参照）

2014 年 5 月 12 日、同社は 2014 年 12 月期第 1 四半期決算を発表した。
（決算短信へのリンクはこちら、詳細は 2014 年 12 月期第 1 四半期決算項目を参照）

2014 年 4 月 28 日、同社はヘルスケア REIT の創設に向けた REIT 資産運用会社の設立について発表した。
（リリース文へのリンクはこちら）

同社、株式会社長谷工コーポレーション、三菱 UFJ 信託銀行株式会社、株式会社 LIXIL グループ、株式会社損害保険ジャパン、株式会社新生銀行の計 6 社は、高齢者介護・医療などのヘルスケア施設の証券化による資金調達環境整備にむけて、ヘルスケア施設に特化して投資する REIT（以下、ヘルスケア REIT）の創設について合意し、ヘルスケア REIT の運用を目的とした資産運用会社として、ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社（以下、同運用会社）を 2014 年 4 月 18 日付で設立した。

同運用会社は、新生銀行が発起設立し、6 社の出資の総額は 4 億円、出資の比率は、ケネディクス 60%、長谷工 20%、三菱 UFJ 信託銀行、LIXIL グループ、損保ジャパン、新生銀行の 4 社はそれぞれ 5%ずつとなる予定。代表者には、藤村隆新生銀行ヘルスケアファイナンス部部長が就任した。

同運用会社では今後、投資法人を設立し、有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅、病院など、ヘルスケア REIT に組み入れる資産を取得、2014 年後半を目処にヘルスケア REIT を上場し、早期に 1,000 億円程度の資産規模とすることを目指すとしている。

同日、同社はシニアリビング・プレリートファンド組成について発表した。
（リリース文へのリンクはこちら）

同社では、介護付・住宅型有料老人ホーム及びサービス付き高齢者向け住宅等を主な投資対象としたプレリート及び開発ファンド（以下、ファンド）を組成することとした。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

ファンドの概要

総資産規模 ：	累計 1,000 億円程度
投資家 ：	同社及び国内外機関投資家
運用期間 ：	5 年程度
投資スキーム：	稼働中物件、開発案件への投資及び M&A（株式取得等）
投資対象：	介護付有料老人ホーム（特定施設）、住宅型有料老人ホーム サービス付高齢者向け住宅、病院・クリニックモール等

3 ヵ月以上経過した会社発表はニュース＆トピックスへ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

業績動向

四半期業績動向

四半期業績推移	13年12月期				14年12月期				14年12月期	
（百万円）	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	（進捗率）	通期会予
営業収益	4,645	3,444	3,992	10,375	5,141	-	-	-	24.5%	21,000
前年比	-1.6%	-33.3%	6.6%	41.6%	10.7%	-	-	-		-6.5%
営業総利益	2,732	2,394	2,580	3,371	3,315	-	-	-		
前年比	19.3%	-22.1%	8.8%	102.3%	21.3%	-	-	-		
営業総利益率	58.8%	69.5%	64.6%	32.5%	64.5%	-	-	-		
販管費	889	881	961	1,431	1,075	-	-	-		
前年比	1.1%	6.4%	18.8%	36.7%	20.9%	-	-	-		
営業収益販管費比率	19.1%	25.6%	24.1%	13.8%	20.9%	-	-	-		
営業利益	1,843	1,513	1,619	1,939	2,240	-	-	-	43.1%	5,200
前年比	30.6%	-32.6%	3.6%	213.8%	21.5%	-	-	-		-24.8%
営業利益率	39.7%	43.9%	40.6%	18.7%	43.6%	-	-	-		24.8%
経常利益	1,398	1,235	793	1,452	1,989	-	-	-	48.5%	4,100
前年比	137.4%	14.1%	56.7%	861.6%	42.3%	-	-	-		-15.9%
経常利益率	30.1%	35.9%	19.9%	14.0%	38.7%	-	-	-		19.5%
当期利益	1,148	945	180	-288	3,310	-	-	-	110.3%	3,000
前年比	-	-	-	-	188.3%	-	-	-		51.1%
純利益率	24.7%	27.4%	4.5%	-	64.4%	-	-	-		14.3%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

**会社予想は直近の値。

営業総利益の内訳	13年12月期		14年12月期		
（百万円）	1Q	通期実績	1Q	（前年比）	通期会予
営業総利益	**2,732**	**11,077**	**3,315**	**21.3%**	**10,200**
アセットマネジメント事業	**948**	**5,708**	**2,228**	**135.0%**	**6,600**
アクイジションフィー	168	1,638	423	151.8%	2,200
アセットマネジメントフィー	686	2,952	804	17.2%	3,450
インセンティブフィー	-	61	640	-	550
ディスポジションフィー	13	223	301	-	100
その他	81	832	58	-28.4%	300
不動産投資事業	**1,085**	**2,418**	**464**	**-57.2%**	**1,200**
賃貸事業損益	75	490	106	41.3%	350
不動産売却損益	-8	946	-1	-	-
匿名組合分配損益	167	-41	136	-19%	-50
その他	852	1,023	223	-73.8%	900
不動産賃貸事業	**697**	**2,949**	**622**	**-10.8%**	**2,400**
賃貸事業損益	696	2,841	590	-15.2%	1,950
その他	1	108	31	30	450

出所：会社データよりSR社作成

2014 年 12 月期第 1 四半期実績

2014 年 5 月 12 日、同社は 2014 年 12 月期第 1 四半期決算を発表した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

第１四半連結期累計期間において、同社は、中期経営計画に基づき、住宅やオフィスビルへの共同投資を実施するとともに、これらの物件のアセットマネジメント業務を受託することにより、受託資産の拡充を図った。

さらに、2014 年３月に私募 REIT であるケネディクス・プライベート投資法人が運用を開始したことに加え、プロパティ・マネジメント業務を専門的に運営するケネディクス・プロパティ・マネジメント株式会社を新規設立し、運営を開始した。安定したフィービジネスの規模を拡大することに加えて、業態の幅を広げることにより、安定した経営基盤の整備に向けて諸施策を講じている。

受託資産

第１四半期累計期間における受託資産は 647 億円の純増（1,578 億円の増加、931 億円の減少）となり、受託資産の総額は１兆 2,710 億円と、前連結会計年度末比で 5.4%増加した。ファンド別の受託資産は、私募ファンドが 4,585 億円（前期末比 378 億円減）、J-REIT が 6,615 億円（同 485 億円増）、自己勘定が 1,509 億円（同 540 億円増）であった。

新規投資

2014 年 12 月期第１四半期の新規投資は、不動産関連投資として、オポチュニスティック投資、ブリッジファンドなどを中心に約 191 億円、REIT 関連投資等・事業関連投資としてケネディクス・プライベート投資法人に対する出資等を中心に約 68 億円を行った。同社は新規投資が堅調に推移したことから、投資枠を期初計画の通期 300 億円から 400 億円に引き上げた。

セグメント情報

収益面では、当第１四半期連結累計期間の営業収益は 5,141 百万円（前年同期比 10.7%増）、営業利益は 2,240 百万円（同 21.6%増）となった。セグメント業績は下記の通り。

アセットマネジメント事業

営業収益 2,815 百万円（前年同期比 121.0%増）、営業利益 2,045 百万円（同 264.3%増）
受託資産の増加に伴いアセットマネジメントフィーが安定して推移したほか、新規投資案件の増加によりアクイジションフィーが、物件売却によりディスポジションフィーが増加した。また、不動産市況の好転により、ファンドのクローズ時において一定の成果を上げたことにより受領するインセンティブフィーが増加した。

不動産投資事業

営業収益 649 百万円（前年同期比 68.9%減）、営業利益 400 百万円（同 60.1%減）
匿名組合分配損益及び受取配当金等により、減収減益となった。前年同期は一時的な CMBS 償還益の計上があったことから、前年同期比では減収減益となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

棚卸資産は、2013 年 12 月末の 14,950 百万円から、9,129 百万円増加し、24,079 百万円となった。オフィス 2,250 百万円（前期末は無し）、賃貸住宅 18,115（前期末は 11,181 百万円）などが増加した。

投資有価証券は、2013 年 12 月末 11,889 百万円から、6,681 百万円増加し、18,570 百万円となった。主に REIT 投資口（ケネディクス・オフィス投資法人、ケネディクス・レジデンシャル投資法人、ケネディクス・プライベート投資法人等）が増加した。

不動産賃貸事業
営業収益 2,035 百万円（前年同期比 42.5%増）、営業利益 320 百万円（同 33.0%減）
不動産賃貸事業については、2013 年 12 月期において自己勘定保有物件の売却を進めたが、連結子会社である株式会社スペースデザインのマスターリース収入や賃料収入も加わったため、前年同期比で、賃貸収入は増加した。一方、経費等も増加した結果、増収減益となった。

固定資産は、2013 年 12 月末 81,114 百万円から、45,258 百万円増加し、126,372 百万円となった。2013 年 7 月に 88 億円で取得した TKS 武蔵小杉ビルを約 120 億円で売却した一方、オフィス、商業施設等の物件を取得した。投資対象別の主な内訳はオフィス 72,159 百万円（前期末は 35,950 百万円）、商業施設 25,042 百万円（同 18,480 百万円）、長期建替目的 12,765 百万円（同 11,932 百万円）となった。

経常利益及び四半期純利益
有利子負債平均利率の低下によって支払利息が減少したこと等から、営業外収支が改善し、経常利益は 1,989 百万円（同 42.2%増）となった。TKS 小杉ビルの売却益などによる固定資産売却益 2,755 百万円の計上により、四半期純利益は 3,310 百万円（同 188.3%増）となった。

貸借対照表等
財務面については、ファンドの新規組成を積極的に行ったことにより、連結ベースの有利子負債が 2013 年 12 月期末と比較し 43,902 百万円増加し、109,928 百万円となった。内訳として、ノンリコースローンが 41,560 百万円増加の 69,907 百万円となったが、コーポレートローンは 2,343 百万円の増加に留まり、40,021 百万円となった。有利子負債の総資産に対する比率が 54.1%にとどまる等、健全な財務体質を維持している。

不動産関連投資の内訳
共同投資等に関しては、アセットクラス、投資スキーム、投資期間、リスク・リターンプロファイルについて分散を図ることとしている。2012 年 7 月から 2014 年 3 月末までの不動産関連投資合計（売却済みのものを除く）は約 266 億円であった。投資対象の構成比率は、オフィスビル 60%、ホテル 14%、賃貸住宅 13%、商業施設 11%、物流施設 2%であった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

投資スキームによる内訳は、ブリッジファンド 55%、開発案件 22%、オポチュニスティック投資 18%、ローン/CMBS 等 5%であった。また、想定投資期間は 1 年以下が 12%、1 年超 2 年以下 22%、2 年超 3 年以下 38%、4 年超 28%で、加重平均期間は 3.15 年（開発案件を除く場合 1.95 年）であった。

過去の四半期実績と通期実績は、過去の業績へ

2014 年 12 月期の会社予想

	13年12月期			14年12月
（百万円）	上期	下期	通期	通期会予
営業収益	**8,089**	**14,367**	**22,456**	**21,000**
前年比	-18.2%	29.8%	7.2%	-6.5%
営業原価	2,962	8,416	11,378	
営業総利益	**5,126**	**5,951**	**11,077**	
前年比	-4.4%	47.4%	17.8%	
営業総利益率	63.4%	41.4%	49.3%	
販売費及び一般管理費	1,770	2,392	4,162	
営業収益販売管理費率	21.9%	16.6%	18.5%	
営業利益	**3,356**	**3,558**	**6,914**	**5,200**
前年比	-8.2%	63.1%	18.5%	-24.8%
営業利益率	41.5%	24.8%	30.8%	24.8%
経常利益	**2,633**	**2,245**	**4,878**	**4,100**
前年比	57.6%	241.7%	109.5%	-15.9%
経常利益率	32.6%	15.6%	21.7%	19.5%
当期純利益	**2,093**	**-108**	**1,985**	**3,000**
前年比	-	-	-	51.1%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

セグメント別営業総利益	13年12月期			14年12月
（百万円）	上期実績	下期実績	通期実績	通期会予
営業総利益	**5,126**	**5,951**	**11,077**	**10,200**
アセットマネジメント事業	**2,381**	**3,327**	**5,708**	**6,600**
アクイジションフィー	485	1,153	1,638	2,200
アセットマネジメントフィー	1,492	1,460	2,952	3,750
ディスポジションフィー	51	172	223	100
インセンティブフィー	0	61	61	250
その他	352	480	832	300
不動産投資事業	**1,331**	**1,087**	**2,418**	**1,200**
賃貸事業損益	165	325	490	350
不動産売却損益	17	929	946	0
匿名組合分配損益	198	-239	-41	-50
棚卸資産評価損	-5	-35	-40	0
債権売却損益	66	62	128	150
その他	888	47	935	750
不動産賃貸事業	**1,413**	**1,536**	**2,949**	**2,400**
賃貸事業損益	1,411	1,430	2,841	1,950
その他	1	107	108	450

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2014 年 12 月期会社予想の前提は以下の通りである。

2014 年 12 月期は受託資産（AUM）の純増額 2,000 億円の 1.4 兆円を目標とする。ケネディクス・プライベート投資法人（KPI）の運用を開始するとともに、商業施設、シニア・ヘルスケアを投資対象とする新たなリートの立上げ、私募ファンドの組成により、受託資産は 4,000 億円の増加と 2,000 億円の減少を想定している。受託資産増加額 4,000 億円の内訳は、J リートの受託資産増加額が私募ファンドを上回る見通しである。

一方で、2013 年 12 月期に引き続き、資産の入替えを進める方針であり、2014 年に約 250 億円を目途に資産の売却を進める予定である。

また、新規投資は 300 億円を目標とする。内訳は、不動産関連投資に 200 億円から 220 億円、REIT 関連投資に 50 億円から 70 億円、事業関連投資に 30 億円から 50 億円である。なお、同社は新規投資枠を第 1 四半期決算発表時に 400 億円に増額した。

不動産関連投資に関しては、10%の投資収益を目標として、コア、ブリッジ、オポチュニスティックに分散し、私募ファンドへの投資を行う。物件取得状況に関して、同社は物件取得競争の状況にあるとしながら、同社が得意とする中小型物件には取得機会が残っていると考えている。

事業関連投資に関しては、M&A により不動産管理、仲介事業などに事業領域を拡大すること

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

で、フィー収入を確保できる事業の積み上げを図るとしている。

営業総利益は前年比 7.9%減の 10,200 百万円の見通し。アセットマネジメント事業の営業総利益増加を見込む一方、不動産投資事業における不動産売却益の減少、不動産賃貸事業における賃貸事業損益の減少を想定している。

営業利益は、営業総利益の減少によって前年比 24.8%減の 5,200 百万円となる計画。営業外収益の改善から、経常利益は前年比 15.9%減の 4,100 百万円を計画している。

上述の通り、固定資産を約 250 億円売却する予定であり、当該売却に伴い特別損失 2,800 百万円が見込まれているものの、特別利益 3,000 百万円により、当期純利益は前年比 51.1%増の 3,000 百万円の見通しである。

同社は、2014 年 12 月期に連結納税に移行する。単体の欠損金により実効税率は 10%程度となる見込みである。

2014 年 12 月期においては、1 株あたり 3 円の配当を予定している。

中長期展望

中期計画では、受託資産の拡大とエクイティ投資による収益成長を目指す

同社は、2013 年 2 月 14 日、中期経営計画（2013 年 12 月期から 2015 年 12 月期）を発表した。2013 年 8 月、および 2013 年 11 月に中期経営計画は一部修正。不動産投資市場改善による事業環境の変化により、エクイティ投資を強化することとした。

同社は、2013 年 12 月期通期決算発表時に中期計画見直しを発表した。
見直し後の中期計画は以下の通りである。

- 中期経営計画を1年前倒し、2014年12月末 受託資産（AUM）1兆4,000億円（2013年12月末比純増額約2,000億円）とする。
- 2014年12月期にエクイティ投資（共同投資を中心）300から400億円を実行する。
- 不動産関連サービス業務の拡大を図る。
- 2014年12月期に配当を再開し、1株当たり3円の配当を行う。

前中期経営計画（2009 年 12 月期から 2012 年 12 月期まで）においては、1）受託資産（AUM）の成長、2）貸借対照表のスリム化、3）安定的な収益構造を 3 本柱と定め、「アセットマネジメントビジネスへの回帰」に向けた取組みを行った。

2013 年 12 月期以降の中期計画の骨子として、アセットマネジメント事業に経営資源を集中、

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

受託資産（AUM）の拡大を図る点は前中期計画同様である。ただし、新たにしばらく凍結していたエクイティ投資（顧客投資家との共同投資が中心）を再開することが盛り込まれた。顧客投資家との共同投資等による受託資産（AUM）増加への寄与、及びエクイティからのリターンを高めることによる収益性向上が狙いとしている。

同社は、リーマン・ショック以前は、コーポレートローン形式の借入れを積極的に活用し、レバレッジを掛けたエクイティ投資の拡大による収益成長を目指していた。リーマン・ショック以降は、アセットマネジメント事業中心の収益構造に転換し、受託資産（AUM）の拡大を収益成長の源泉と考えている。エクイティ投資においては、リスク管理を厳格化し、自己資本の範囲内で投資を行う方針とし、不動産市況回復時においても、当該方針に変更はないとしている。

中期経営計画の具体的な内容

受託資産（AUM）の拡大による安定的な収益基盤の強化

2014 年 12 月末に受託資産（AUM）目標 1 兆 4,000 億円（2013 年 12 月末 1 兆 2,063 億円）の達成を目指す。

- 同社関連 J-REIT の成長をサポート
- オープンエンド型非上場私募不動産投資法人「ケネディクス・プライベート投資法人（KPI）」の運用開始
- 商業施設、シニア・ヘルスケアなどを投資対象とする新規 REIT の立上げ着手
- ブリッジファンド、オポファンド、開発型ファンドなどの私募ファンドの積極的な組成

受託資産（AUM）の増加は、大半が J-REIT を通じて実現される計画である。一方、私募ファンドについては、既存物件の外部売却・アセットマネジメント契約の終了が高水準で推移することが見込まれる一方、新規のアセットマネジメント受託も行うことから、受託資産（AUM）残高は現状維持が見込まれる。

新規投資によるリターンの追求

- 2014年12月期に200～220億円の投資枠で、他の投資家との共同投資中心にコア、オポチュニスティック、開発、ブリッジ等への分散投資を行う。想定リターンは平均10%を目標とする。
- 2014年12月期に50～70億円の投資枠でREIT関連投資を行う。想定リターンは平均5%を目標とする。
- 2014年12月期に30～50億円の投資枠で、不動産関連サービス業務拡大のための戦略投資、同社事業の強化・拡大の・シナジー獲得に繋がる投資を行う。事業投資ではノンアセットの不動産関連サービスの拡充を図り、安定収益であるフィー収入の獲得を図る。

2014 年 12 月期に 300 億円の新規投資枠を設定している（2014 年 12 月期第 1 四半期に 400

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

億円に見直し）。その原資としては、2013 年 12 月期および 2014 年 12 月期の 2 期間で 500 億円（簿価）程度の過去に取得した固定資産の売却による資金に加え、2013 年 12 月期に公募増資により調達した約 178 億円が充てられる。

新規投資等目標 300 億円のうち、不動産関連投資は 200～ 220 億円を計画している。不動産関連投資による受託資産（AUM）増加への影響として、仮に、同社による出資がエクイティ部分の 30%、LTV70%とすれば、同社による投資額が 200 億円としても、顧客投資家によるエクイティ投資やデット調達と合わせて約 2,000 億円の受託資産増加への貢献が見込まれる。

配当の再開

- 2014年12月期に配当を再開、1株当たり3円の配当を行う予定。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

事業内容

事業概要

国内最大級の独立系不動産ファンド運営会社である。受託資産残高（AUM:Assets Under Management）は 1.2 兆円（2013 年 12 月期末）を超える。

主要ビジネスは、「アセットマネジメントビジネス」（2013 年 12 月期営業総利益構成比 51.5%）と「エクイティ投資ビジネス」（同 48.5%）である。また、中期的にノンアセット不動産関連サービスによる安定収益源の獲得を目指している。

アセットマネジメントビジネスの概要

アセットマネジメントビジネスは、同社の事業セグメントではアセットマネジメント事業であり、J-REIT および私募ファンの組成、運用を行う。同ビジネスでは受託資産（AUM）に応じた収益（運用報酬）を受領する。運用報酬は、アセットマネジメントフィー、アクイジションフィーなどに分類されるが、受託資産の 0.50%程度である。

受託資産は、REIT（2013 年 12 月期末受託資産構成比 50.8%）、私募ファンド（同 41.1%）から成り、REIT はオフィス、住宅、物流施設、プロ向け私募に特化した 4 銘柄を揃えている。私募ファンドは単一投資家向け（セパレート・アカウント）中心で、対象物件が特定され、当該物件の取得のためにファンドを組成する「指定型」を主体とする。

同社は受託資産の拡大による収益成長を目指しており、2014 年 12 月期は受託資産を 1.4 兆円に拡大する目標を設定している。受託資産の拡大は、主に既存 REIT の成長、新規 REIT の組成により達成する方針としている。2014 年 7 月現在、新たにヘルスケア、商業 REIT を対象としたファンドを準備中である。

エクイティ投資ビジネスの概要

エクイティ投資ビジネスは、事業セグメントでは不動産投資事業と不動産賃貸事業から成る。同社の自己資金を不動産、不動産ファンド等に投資することにより、投資金額に対し 10%の収益獲得を目標とする。さらに、顧客との共同投資により、受託資産の拡大に貢献する役割も担う。

エクイティ投資ビジネスの主な収益は不動産賃貸収益と不動産売買収益であり、不動産売買収益は、アセットメネジメントビジネスと比較して、不動産市況変動の影響を受けやすい。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社は、2014 年 12 月期の自己勘定投資枠を 400 億円と設定し、エクイティ投資枠では、不動産関連投資、REIT 関連投資、事業関連投資を行う方針としている。

ノンアセット不動産関連サービスの概要

2014 年 12 月期において、業績貢献は限定的であるが、中期的に安定収益であるフィー収入の成長を目指す方針である。当該目的のために、2013 年 12 月期にサービスオフィス・サービスアパートメント運営会社（株式会社スペースデザイン）の買収、2014 年 12 月期にビル管理事業会社（ケネディクス・プロパティ・マネジメント株式会社）の設立を行った。

リーマン・ショック前後の変化

同社は、リーマン・ショック以前は、コーポレートローンによる借入れを積極的に活用してレバレッジを掛け、同社 100%出資によるエクイティ投資を行うことで、収益成長を目指していた。リーマン・ショック以降は、アセットマネジメントビジネス中心の収益構造に転換し、受託資産の拡大を収益成長の源泉と考えている。また、エクイティ投資においては、リスク管理を厳格化し、ノンリコースローンによる借入れを中心として、自己資本の範囲内で、同社と他の投資家との共同投資を中心とする方針に転換している。

2007 年 12 月期はアセットマネジメント事業の営業総利益構成比率が 19%であったが、収益構造の転換を図ったことにより、2013 年 12 月期には同比率は 51%に上昇している。

過去と現在の貸借対照表の比較		08年6月末	12年12月末	14年3月末
資産	現預金	26,700	13,800	18,000
	投資有価証券/その他	59,900	21,600	34,900
	不動産等	347,200	90,800	150,400
負債・純資産	ノンリコースローン	134,900	21,600	69,900
	コーポレートローン	177,600	41,900	40,000
	その他の負債	26,100	6,500	11,000
	純資産	95,100	56,000	82,300

出所：同社資料をもとにSR社作成

業績推移確認における注意点

エクイティ投資ビジネスにおいて、固定資産の売却損益は、会計規則に基づき特別損益として認識される。そのため、同社の業績推移を確認する際に、営業利益、経常利益では不十分であり、税引前利益、当期純利益を重視すべきであると SR 社は認識している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

収益構造

同社のビジネスは、「アセットマネジメントビジネス」と「エクイティ投資ビジネス」に分類できる。アセットマネジメントビジネスの営業総利益は受託資産の 0.50%程度であり、エクイティ投資ビジネスの営業総利益はエクイティ投資の 10.0%を目標としている。よって、単純化すると、以下の式で利益が算出される。

利益の簡易モデル：受託資産×0.50%+エクイティ投資額×10.0%-販売費及び一般管理費約 50 億円

エクイティ投資ビジネスにおいて、固定資産の売却損益は、特別損益として認識されることに留意が必要であり、業績の成否は、当期純利益を重視するべきであると SR 社は考える。なお、実効税率は 2014 年 12 月期以降の 5 期間程度は 10%程度で推移する見込みである。

アセットマネジメントビジネスの利益貢献は受託資産の 0.50%程度

同ビジネスは、受託資産に対して、一定の料率（0.50%程度）で収益が計上される仕組みであり、受託資産（AUM）を積み上げることで安定的に収益を獲得することが可能である。中期経営計画（2014 年 12 月期）の目標値である受託資産 1.4 兆円を達成すれば、同ビジネスで、営業総利益 70 億円程度を安定的に計上できる体制が構築できる見込みである。

アセットマネジメント事業（百万円）	08年12月期	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期
受託資産	844,337	939,903	1,097,900	1,111,300	1,117,700	1,206,300
アセットマネジメント事業の営業総利益	4,613	4,138	4,807	4,568	5,653	5,708
営業総利益/受託資産	0.55%	0.44%	0.44%	0.41%	0.51%	0.47%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

エクイティ投資ビジネスの利益貢献はエクイティ投資額の 10.0%程度

同ビジネスは、自己資金により不動産投資等を行うことで、10%の投資収益獲得を目標とする。同社は、中期経営計画（2014 年 12 月期）において、400 億円のエクイティ投資枠を設定している。計画が達成されれば、同事業で 40 億円前後の利益（営業総利益または特別利益）貢献が期待できよう。

販管費は 50 億円程度で推移

販管費の 5 割程度を人件費が占めており、固定費が中心である。

実効税率は 10%程度で推移する見込み

同社は 2014 年 12 月期より、連結納税制度を適用している。連結子会社の繰延欠損金により、2014 年 12 月期以降の 5 期間程度は、実効税率が 10%程度で推移する見込みである。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

主要ビジネス

同社のビジネスは、「アセットマネジメントビジネス」、「エクイティ投資ビジネス」から成る。セグメントでは、アセットマネジメント事業が「アセットマネジメントビジネス」に、不動産投資事業及び不動産賃貸事業が「エクイティ投資ビジネス」に該当する。

セグメント別業績推移（百万円）	08年12月期	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期
営業収益	**137,432**	**77,831**	**38,589**	**19,486**	**20,957**	**22,456**
アセットマネジメント事業	**5,418**	**4,574**	**5,145**	**4,869**	**6,394**	**6,586**
（構成比）	3.9%	5.9%	13.3%	25.0%	30.5%	29.3%
不動産投資事業	**132,013**	**68,141**	**26,219**	**6,775**	**5,682**	**9,393**
（構成比）	96.1%	87.5%	67.9%	34.8%	27.1%	41.8%
不動産賃貸事業	**-**	**5,116**	**7,224**	**7,841**	**8,880**	**6,476**
（構成比）	0.0%	6.6%	18.7%	40.2%	42.4%	28.8%
営業総利益	**22,413**	**13,514**	**11,411**	**10,609**	**9,401**	**11,077**
アセットマネジメント事業	**4,613**	**4,138**	**4,807**	**4,568**	**5,653**	**5,708**
（構成比）	20.6%	30.6%	42.1%	43.1%	60.1%	51.5%
不動産投資事業	**17,799**	**7,586**	**3,060**	**1,895**	**-608**	**2,418**
（構成比）	79.4%	56.1%	26.8%	17.9%	-6.5%	21.8%
不動産賃貸事業	**-**	**1,789**	**3,543**	**4,145**	**4,356**	**2,949**
（構成比）	0.0%	13.2%	31.0%	39.1%	46.3%	26.6%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

アセットマネジメントビジネス

事業セグメントでは、アセットメネジメント事業がアセットマネジメントビジネスに該当する。

アセットマネジメント事業（2013 年 12 月期営業総利益構成比 51.5%）

同事業は、私募ファンドまたは J-REIT（以下、ファンド）を組成し、投資家に収益獲得機会を提供する。不動産投資家から資金を集め、不動産及び不動産担保付債権等を投資対象とし、投資資金の運用・管理を行う。同社は、受託資産の運用・管理に対して、ファンドから報酬を徴収する。

同事業における営業収益は、ファンドから徴収する報酬（フィー収入、受託資産の 0.50%程度）であり、以下の 4 つに分けられる（以下は一般的な例であり、実際の報酬体系は運用するファンドによって異なる）。

- アクイジションフィー：投資家のニーズに合わせ、不動産投資案件を発掘し、投資家が出資し、組成したファンドで物件取得を行う。物件取得の際、取得額に対し一定料率

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

（0.50～1.0%程度）を掛けて算出されるフィーを受領する

- アセットマネジメントフィー：同社は不動産の価値向上を図るべく運営・管理を行う他、保有物件の運用状況報告を行う。これらのサービスの対価として、物件取得総額に対し一定料率を掛けて算出されるフィー（私募ファンドは0.20～0.30%、REITは0.45%前後）を受領する
- ディスポジションフィー：同社が不動産の売却を行い、利益を確保する際、売却価格に対し一定料率を掛けて算出されるフィー（0.50%程度）を受領する
- インセンティブフィー：不動産の売却を完了し、投資が完了した時点で、投資家と予め（ファンド組成時に）決めたリターンのハードルを超過した部分のうち、一定額をフィーとして受領する

上記 4 つの代表的な収益源の他に、その他のフィー収入として、ブローカレッジフィー（不動産の仲介）、コンサルティングフィー等がある。

アセットマネジメント事業の業績推移（百万円）	08年12月期	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期
営業収益	**5,418**	**4,574**	**5,145**	**4,869**	**6,394**	**6,586**
アクイジションフィー	1,059	91	619	410	1,671	1,662
ブローカレッジフィー	469	644	252	383	650	-
デューデリジェンスフィー	-	-	38	-	-	-
コンサルティングフィー	31	5	28	376	202	-
アセットマネジメントフィー	3,053	3,524	3,755	3,328	3,347	3,636
インセンティブフィー	291	104	303	153	389	67
ディスポジションフィー	259	51	76	213	132	239
その他	257	155	70	3	-	979
営業総利益	4,613	4,138	4,807	4,568	5,653	5,708
アクイジションフィー	801	91	619	405	1,471	1,638
ブローカレッジフィー	468	643	245	291	342	-
デューデリジェンスフィー	-28	-	38	-	-	-
コンサルティングフィー	9	-11	26	371	202	-
アセットマネジメントフィー	2,659	3,118	3,438	3,130	3,146	2,952
インセンティブフィー	196	104	292	153	358	61
ディスポジションフィー	248	37	76	211	132	223
その他	709	155	70	3	-	832

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

同事業における、収益の減退リスクは、同社の他の事業と比較して限定的で、特にアセットマネジメントフィーは同社の安定収益源となっている。一方、市況好況時における収益のアップサイドもインセンティブフィー等の一部のフィー収入に限定される。

同事業において、収益の源泉となる受託資産は、同社の貸借対照表には計上されない。よって、不動産市況の変動が自己勘定分 AUM1,509 億円（2014 年 3 月末時点）を除く同社の資産に直接大きな影響を与えることはない（エクイティ投資を除く）。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

受託資産（AUM）の推移

受託資産は、大まかに私募ファンドと J-REIT（日本版不動産投資信託）に分けられる。2013 年 12 月時点で、私募ファンドが 41.1%、J-REIT が 50.8%を占める（受託資産の詳細に関しては、「受託資産（AUM）」の項参照）。2012 年 12 月期以降、新規ファンド組成、J-REIT による物件取得を優先的に手掛ける方針としている。

SR 社の認識では、J-REIT は不動産市況好況時に新規物件の取得が進み、新規投資口発行により、受託資産が拡大しやすい。一方、私募ファンドは、不動産市況好況時には、新規ファンドの組成もあるが、利益確定の売却も進みやすい傾向がある。

リーマン・ショック以降の 2010 年 12 月期、2011 年 12 月期において、受託資産が増加した要因として、2010 年は更生会社パシフィックホールディングス株式会社等の会社型案件を手掛けており、2011 年には金融機関等からの AM 受託替案件等（市場から撤退したアセットマネジメント会社の役割を引き受ける「レスキューAM」）を受託していることがあげられる。

受託資産における自己勘定は、同社の自己資金による投資である。リーマン・ショック以降、2012 年 12 月期まで減少を続けたが、2013 年 12 月期より増加に転じている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

エクイティ投資ビジネス

同ビジネスは、エクイティ投資により不動産等を取得し、賃貸事業収益、不動産売却益の獲得を目指す。事業セグメントでは不動産投資事業及び不動産賃貸事業が該当する。

REIT が優先交渉権を持つ等の条件付で取得した場合は、当該不動産等は棚卸資産または投資有価証券として資産計上され、不動産投資事業セグメントで当該収益が認識される。それ以外の場合は、当該不動産等は固定資産に計上され、不動産賃貸事業セグメントで当該収益が認識される。

不動産投資事業（2013 年 12 月期営業総利益構成比 21.8%）

同事業は、エクイティ投資を行い、不動産売却益の獲得を含め、短期での投資収益の獲得を目指す。

同事業における投資手法として、ブリッジファンド、セイムボート出資（ファンドと同社との利害関係を一致させるための共同投資）の他、オポチュニスティック投資なども行う。純投資を目的として、債権投資を行うこともある。

不動産投資事業の収益

収益は以下の通りに計上される。

- 賃貸事業収益：同社が連結SPCを通じて不動産(棚卸資産)を保有することで、不動産から得る賃貸損益。
- 不動産売却損益：販売用不動産を売却することで得られる収益。
- 匿名組合分配損益：同社のアセットマネジメント事業推進のため、同社が組成しアセットマネジメントを行っているファンドに対し、顧客である不動産投資家とともに少額投資を行うことがある（セイムボート出資）。匿名組合分配損益は、ファンドに発生した損益のうち、同社持分に対応する部分が計上される。
- 棚卸資産評価損：販売用不動産は四半期ごとに時価評価を行い、鑑定評価額等が簿価を下回っている場合、その差額を棚卸資産評価損として計上する。

不動産投資事業の原価

不動産賃貸事業の営業原価は、各収入項目により異なる。賃貸事業収入の営業原価は50%程度であり、不動産管理費用、固定資産税、減価償却費などが主な原価項目である。不動産売却収入に対する原価は売却原価であり、売上高比率は物件毎に大きく異なる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産投資事業の収益（百万円）	08年12月期 連結	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結
営業収益	**132,013**	**68,141**	**26,219**	**6,775**	**5,682**	**9,393**
賃貸事業収入	21,023	9,144	5,601	3,888	899	971
不動産売却収益	109,163	55,659	19,787	2,086	4,220	7,193
匿名組合分配益	-255	487	501	270	103	153
その他	2,082	2,851	330	531	460	1,076
営業総利益	**17,799**	**7,586**	**3,060**	**1,895**	**-608**	**2,418**
賃貸事業収入	11,829	4,661	2,317	1,608	447	490
不動産売却収益	12,327	7,382	1,921	378	173	946
匿名組合分配損益	-254	-68	-784	-518	-446	-41
たな卸資産評価損	-6,764	-	-596	-91	-1,220	-40
その他	661	-4,389	202	518	438	1,063

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

不動産投資事業の資産

同事業では、エクイティ投資を行い、棚卸資産または投資有価証券を保有する。不動産市況好況時には保有不動産の売却により、アセットマネジメント事業と比較して、高い収益の獲得が期待できる。一方、不動産市況悪化時においては売却損や保有資産の評価損により、損失を計上するリスクがある。同事業の収入の中でも賃料は、相対的に安定的な収益源である。

棚卸資産（販売用不動産）（百万円）	08年12月期	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期
棚卸資産	**209,255**	**66,370**	**43,006**	**15,306**	**9,953**	**14,950**
オフィス	73,395	15,887	7,126	-	-	-
賃貸住宅	42,373	5,095	-	-	-	11,181
商業施設	14,305	19,256	18,621	-	-	-
その他	79,183	26,133	17,257	15,306	9,953	3,769
ケネディクス単体販売用不動産出資金	104,801	18,911	13,279	1,447	783	-

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

投資有価証券（百万円）	08年12月期	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期
投資有価証券	**23,646**	**19,047**	**19,442**	**16,524**	**12,316**	**11,889**
セイムボート出資	-	12,279	12,228	9,818	7,513	5,714
匿名組合出資金	-	-	9,577	8,065	-	-
その他出資金	-	-	2,651	1,753	-	-
海外投資	-	-	2,336	1,614	1,559	1,733
政策投資等	-	-	-	-	2,141	4,244
メザニンローン	-	-	2,000	2,000	-	-
その他純投資	-	-	-	-	1,102	196

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

*セイムボート出資：非連結SPC（Specific Purpose Company）に対する匿名組合出資、特定目的会社出資等

*海外投資：米国集合住宅投資や中国不動産ファンドに対する投資等

*政策投資：関連会社株式（三井物産ロジスティクス・パートナーズ等）、REIT投資口等

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産賃貸事業（2013 年 12 月期営業総利益構成比 26.6%）

同事業は、エクイティ投資を行い、不動産売却益の獲得を含め、長期での投資収益の獲得を図る。

不動産賃貸事業の収益および資産

同事業の主な収入は賃貸事業損益における賃料収入である。不動産等の売却損益は特別損益として認識する。主な営業原価は、不動産管理費用、固定資産税、減価償却費であり、営業原価率は 50%程度である。

同事業における不動産等の資産は、貸借対照表上、固定資産として認識する。棚卸資産は簿価と時価との差額を棚卸資産評価損として計上するが、固定資産の簿価と時価との差額は同社が決算説明会資料において決算期末に開示する。2013 年 12 月末現在、固定資産の含み損は 3,008 百万円であった。

不動産賃貸事業の資産と収益 （百万円）	08年12月期 連結	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結
固定資産	-	97,991	118,706	137,530	80,760	81,114
オフィス	-	36,818	54,280	58,524	37,132	35,950
賃貸住宅	-	28,292	36,516	34,739	10,605	5,002
商業施設	-	5,602	-	18,712	19,308	18,480
シニアヘルスケア	-	11,677	6,914	4,739	3,827	1,945
その他	-	15,602	20,994	20,813	9,886	19,734
営業収益	-	5,116	7,224	7,841	8,878	6,476
賃貸事業収入	-	5,116	7,223	7,840	8,878	5,753
その他	-	1	1	-	2	723
営業総利益	-	1,789	3,543	4,145	4,356	2,949
賃貸事業収入	-	1,789	3,564	4,174	4,551	2,841
その他	-	-	-21	-28	-195	108

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

収益性分析

収益の推移（百万円）	08年12月期	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期
営業収益	137,431	77,831	38,589	19,486	20,957	22,456
営業総利益	22,413	13,514	11,411	10,609	9,401	11,077
営業利益	16,267	8,433	7,331	6,931	5,837	6,914
経常利益	5,316	225	2,202	2,464	2,328	4,878
当期純利益	-10,850	-18,438	-2,542	1,313	-10,128	1,985
アセットマネジメント事業の営業総利益（a）	4,613	4,138	4,807	4,568	5,653	5,708
構成比	20.6%	30.6%	42.1%	43.1%	60.1%	51.5%
販売費及び一般管理費（b）	6,145	5,080	4,080	3,678	3,563	4,162
（a）-（b）	-1,532	-942	727	890	2,090	1,546
（a）/（b）	0.75	0.81	1.18	1.24	1.59	1.37

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

過去の自己勘定投資の処理には一定の目途

2008 年 12 月期から 2010 年 12 月期まで、3 期連続の赤字決算を余儀なくされた。自己勘定保有物件の評価損等が主因である。また、2012 年 12 月期に関しても、固定資産売却損等の計上により、大幅な最終赤字となった。

残った自己勘定保有物件に関しても、一部含み損が残存している。ただし、2013 年 12 月期までの資産売却により、以前より含み損は大幅に縮小しているほか、ローン期限が間近に迫ったものがないなど、すぐに損失が顕在化する状況ではない。従って、2013 年 12 月期以降は継続的に当期純利益を計上できる状況に至っていると SR 社はみている。

リーマン・ショック以降、収益の安定性は、高まっている

同社は、リーマン・ショック以降、保有不動産の売却を進めると同時に、アセットマネジメント事業の強化を図ってきた。その結果、自己勘定投資によるキャピタルゲインを中心とした収益構造から、フィー収入を中心としたビジネス・モデルへの転換が進んでいる。

収益の安定性を図る上でメルクマールとして、アセットマネジメント事業の営業総利益による販管費のカバー率があげられる。同社における過去の業績推移を振り返ると、2007 年 12 月期はインセンティブフィーによりアセットマネジメント事業の営業総利益が販管費を上回ったものの、2008 年 12 月期、2009 年 12 月期はアセットマネジメント事業の営業総利益で販管費をカバーできていなかった。しかし、2010 年 12 月期以降は、受託資産（AUM）増加や販管費の抑制等によって、アセットマネジメント事業の営業総利益が販管費を継続的に上回るようになっている。その結果、「収益の絶対水準」は最高益を達成した 2007 年 12 月期と比べれば見劣りするものの、「収益の質」については改善が進んでいるといえる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

受託資産（AUM）

受託資産（AUM）のファンド形式による分類

受託資産は、大まかに私募ファンドと J-REIT（日本版不動産投資信託）に分けられる。2013 年 12 月時点で、私募ファンドが 41.1%、J-REIT が 50.8%を占める。

受託資産（AUM）残高（百万円）	08年12月期 通期	09年12月期 通期	10年12月期 通期	11年12月期 通期	12年12月期 通期	13年12月期 通期
私募ファンド	349,800	432,800	548,460	531,908	542,645	496,339
（構成比）	41.4%	46.0%	50.0%	47.9%	48.5%	41.1%
自己勘定	172,000	162,329	161,811	152,152	92,694	96,975
（構成比）	20.4%	17.3%	14.7%	13.7%	8.3%	8.0%
J-REIT	322,400	344,773	387,690	427,336	482,449	613,029
（構成比）	38.2%	36.7%	35.3%	38.5%	43.2%	50.8%
合計	844,337	939,903	1,097,900	1,111,300	1,117,700	1,206,300

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

私募ファンド

多くの私募ファンドが対象とするのは J-REIT と競合しない物件タイプや独自の取得ルートで獲得する不動産である（「私募ファンド」の項参照）。一方、J-REIT は、長期安定運用を目指し、都心部の大型オフィスビルなどを投資対象とする。

私募ファンドの特徴

同社における私募ファンドの特徴は以下の通りであり、2013 年 12 月時点で約 80 本のアカウントを運用している。

- 運用期間は、短いもので約1年、長いもので約7年であり、平均残存期間は約3年で、満期は分散されている（2013年12月時点）。
- 総資産規模は50億円から500億円のものまで様々である。
- 私募ファンド全体のLTV（Loan to Value、有利子負債÷総資産）は約60%である。

セパレート・アカウントが中心

私募ファンドは複数の投資家向けの「合同運用ファンド」と単一の投資家向けの「セパレート・アカウント」に分類される。三井住友トラスト基礎研究所の「私募ファンドに関する実態調査（2013 年 8 月）」によれば、業界全体としては、合同運用ファンドが 53%、セパレート・アカウントは 34%であった。

それに対し、同社の私募ファンドはセパレート・アカウントが大半を占める。同社は、取得物件を特定せずに投資家がファンドに出資する「ブラインドプール方式（一任勘定型）」を採用していない。専ら対象物件が特定され、当該物件の取得のために、ファンドを組成し、

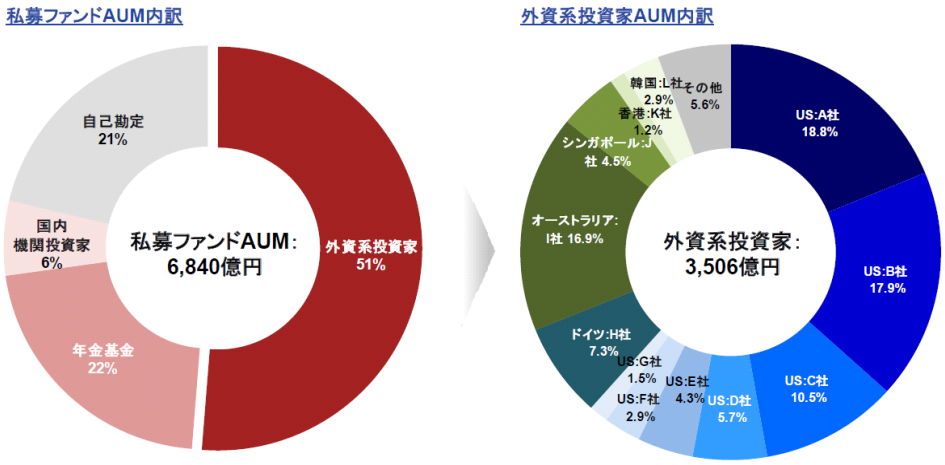
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

投資家からの出資を受け、ローンを手配する「指定型」による。当該ファンドでは、基本的に物件の追加取得をしない。

セパレート・アカウントは、投資家にとっては、オーダーメードの投資提案を受けられる一方、同社にとっては複雑かつ高度なオペレーションが要求される。ファンドの小口分散化へとつながる側面もある。SR 社は、この点を、同社がリーマン・ショックを生き抜いた一因と捉えている。

私募ファンドは外資系投資家の比率が高い

2011 年 12 月末の私募ファンド受託資産（AUM）の内訳は下図の通り。外資系投資家の比率が高く、海外のファンドや REIT が同社の私募ファンドに投資を行っている（下図参照）。



注：2011 年 12 月末時点

出所：同社資料

私募ファンドの一部は自己勘定投資

私募ファンドの一部を「自己勘定投資」が占める。これは、さらに「（狭義の）自己勘定出資」と「共同出資」に分けられる。「自己勘定出資」は前述の通り、自己資金をもって不動産（もしくは特別目的会社）に投資していることを指す。一方、共同出資（セイムボート出資、Co-Investment もほぼ同義）は同社がアセットマネジメント業務を受託する際に、投資家とともに、特別目的会社等に対して共同で資金を拠出、一定の少額投資を行うことを指す。運用成績の影響をアセットマネージャー自身も受けるため、投資家としてはより信頼して投資を行うことができる仕組みといえる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

J-REIT

同社グループが運用する J-REIT は、「ケネディクス･オフィス投資法人（東証 J-REIT 8972）」、「日本ロジスティクスファンド投資法人（東証 J-REIT 8967）」、「ケネディクス・レジデンシャル投資法人（東証 J-REIT 3278）」、「ケネディクス・プライベート投資法人」である。2014 年 7 月現在、新たにヘルスケア、商業 REIT を対象としたファンドを準備中である。

「ケネディクス・オフィス投資法人」（KDO）

2005 年 4 月設立、主にオフィスビルに投資する J-REIT。東京経済圏の中規模オフィスを中心とした総合型のポートフィリオを基本コンセプトにしている点が特徴。ポートフォリオは 89 物件、取得金額 334,175 百万円の資産規模（2014 年 3 月時点）

KDO 物件取得価格の総額（百万円）	2007年4月	2008年4月	2009年4月	2010年4月	2011年4月	2012年4月	2013年4月	2014年4月
物件取得価格の総額	175,090	212,848	218,999	235,769	246,456	286,866	292,553	336,163
物件数	72	68	67	70	71	83	83	89
総資産	188,400	230,520	238,745	251,566	261,928	303,284	308,172	355,167
出資総額	88,729	124,973	124,973	133,129	133,129	147,153	147,153	166,262

出所：ケネディクス・オフィス投資法人資料

「日本ロジスティクスファンド投資法人」（JLF）

2005 年 2 月設立、物流施設に特化した J-REIT。資産運用会社は、持分法適用会社の三井物産ロジスティクス・パートナーズ株式会社。ポートフォリオは 38 物件、取得金額 198,962 百万円の資産規模（2014 年 3 月時点）。

JLF 物件取得価格の総額（百万円）	2007年1月	2008年1月	2009年1月	2010年1月	2011年1月	2012年1月	2013年1月	2014年1月
物件取得価格の総額	70026	94,248	100,215	115,805	143,240	143,240	158,600	192,339
物件数	16	22	24	26	28	28	30	36
総資産	75,937	97,619	103,743	121,858	145,523	144,759	160,617	193,278
出資総額	69,365	82,021	82,021	82,021	97,559	97,559	97,559	113,559

出所：日本ロジスティクスファンド投資法人資料

「ケネディクス・レジデンシャル投資法人」（KDR）

2011 年 11 月設立、投資対象は主に賃貸住宅である。ポートフォリオは 81 物件、取得金額 100,381 百万円の資産規模（2014 年 3 月時点）

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

KDR 物件取得価格の総額（百万円）	2013年1月	2014年1月
物件取得価格の総額	30,475	99,031
物件数	20	80
総資産	33,195	107,400
出資総額	13,773	48,592

出所：ケネディクス・レジデンシャル投資法人資料

「ケネディクス・プライベート投資法人」（KPI）

2013 年 10 月設立、2014 年 3 月に運用開始。オープンエンド型非上場私募不動産投資法人。主な投資対象は大規模オフィスビル、他には、商業施設、ホテル等とする。

ヘルスケア REIT

2014 年 4 月にヘルスケア上場 REIT の創設に向けた REIT 資産運用会社としてジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社を設立。同社 60%、長谷工コーポレーション 20%、三菱 UFJ 投資信託銀行株式会社、LIXIL グループ、株式会社損害保険ジャパン、株式会社新生銀行が各 5%を出資した。

当該運用会社では、今後、投資法人を設立し、有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅、病院など、ヘルスケア REIT に組み入れる資産を取得、2014 年後半を目処にヘルスケア REIT を上場し、早期に 1,000 億円程度の資産規模とすることを目指す。

商業 REIT

2014 年 3 月末における同社の商業施設の受託資産残高（AUM）は 1,752 億円であった。商業施設運用のノウハウを活用し、2015 年 12 月期第 1 四半期に商業施設に特化した REIT の上場を目指す方針である。商業 REIT の投資方針としては、住宅地や駅前立地など足元商圏を押さえ、消費者の来店頻度の高い商業施設の資産取得を中心とする。

アセットクラス（プロダクトタイプ）による分類

不動産ファンドの投資対象のそれぞれの特徴は、以下の通りである。

- オフィスビル：企業をテナントとしているため、賃料が景気動向に左右されやすい。SR 社の認識では、オフィスビルは不動産ファンドの投資対象として、一般的に比率が高い。その理由は、1棟あたりの売買金額が大きく、資産残高を増加しやすい、賃貸や売買の市場データが豊富であり、市場動向を把握しやすいといったことが挙げられる。
- 賃貸住宅：賃貸借契約の対象が個人であり、賃料が景気動向の影響を受けにくい。ただし、オフィスビル等と比較して収益率は低い傾向がある。
- 商業施設（ショッピングセンターなど）：核となるテナントが収益力を左右する。核テナントが退去するような場合は、収益力が急激に低下する。賃貸借契約の期間は、オフィスや住居に比べて長いことが一般的である。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

- 物流施設：実需をもとに運営されるため、オフィスと比較しても景気影響が少ない。物流施設の供給が限られることから、賃料が安定しているという特徴がある。

日本不動産研究所のデータによれば、2013 年 10 月現在、投資家期待利回りは高い順に、商業施設、物流施設、賃貸住宅、オフィスビルである。

同社の受託資産のプロダクトタイプは、オフィス、賃貸住宅、商業施設、物流施設、シニア・ヘルスケアなどを投資対象とし、その規模も大小様々で、広く分散されている点が特徴といえる。

プロダクトタイプ別　受託資産残高（百万円）	08年12月期 通期	09年12月期 通期	10年12月期 通期	11年12月期 通期	12年12月期 通期	13年12月期 通期
オフィスビル	337,404	375,070	426,620	495,943	553,820	606,666
（構成比）	40.0%	39.9%	38.9%	44.6%	49.5%	50.3%
賃貸マンション	176,180	180,767	225,021	205,691	161,038	144,185
（構成比）	20.9%	19.2%	20.5%	18.5%	14.4%	12.0%
商業施設	143,135	182,728	199,604	185,605	185,851	174,189
（構成比）	17.0%	19.4%	18.2%	16.7%	16.6%	14.4%
物流施設	100,438	116,642	145,159	144,225	163,321	203,209
（構成比）	11.9%	12.4%	13.2%	13.0%	14.6%	16.8%
その他	87,179	84,696	101,557	79,932	53,757	78,093
（構成比）	10.3%	9.0%	9.2%	7.2%	4.8%	6.5%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

地域別分類

地震や火災などの災害に対するリスク、投資対象地域における産業動向の影響などのリスク回避を図る観点から、投資対象地域は分散されていることが望ましい。

投資対象の地域別特性としては、東京経済圏は、地方都市と比べてオフィスマーケットの規模が大きく、流動性が高いが、不動産の利回りが相対的に低い。

同社の受託資産は、基本的には日本国内を投資対象としており、海外への投資は一部に限られる。国内では全国に投資しているが、東京経済圏の比率が高い。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

地域別 受託資産残高（百万円）	08年12月期 通期	09年12月期 通期	10年12月期 通期	11年12月期 通期	12年12月期 通期	13年12月期 通期
東京経済圏	563,975	595,763	755,343	760,226	814,904	912,305
（構成比）	66.8%	63.4%	68.8%	68.4%	72.9%	75.6%
関西	116,187	153,427	156,151	149,478	129,034	122,649
（構成比）	13.8%	16.3%	14.2%	13.4%	11.5%	10.2%
中部	43,812	49,108	48,351	62,326	58,523	54,384
（構成比）	5.2%	5.2%	4.4%	5.6%	5.2%	4.5%
九州	36,364	34,729	28,413	24,289	19,745	20,656
（構成比）	4.3%	3.7%	2.6%	2.2%	1.8%	1.7%
その他	84,000	106,876	109,703	115,078	95,580	96,348
（構成比）	9.9%	11.4%	10.0%	10.4%	8.6%	8.0%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

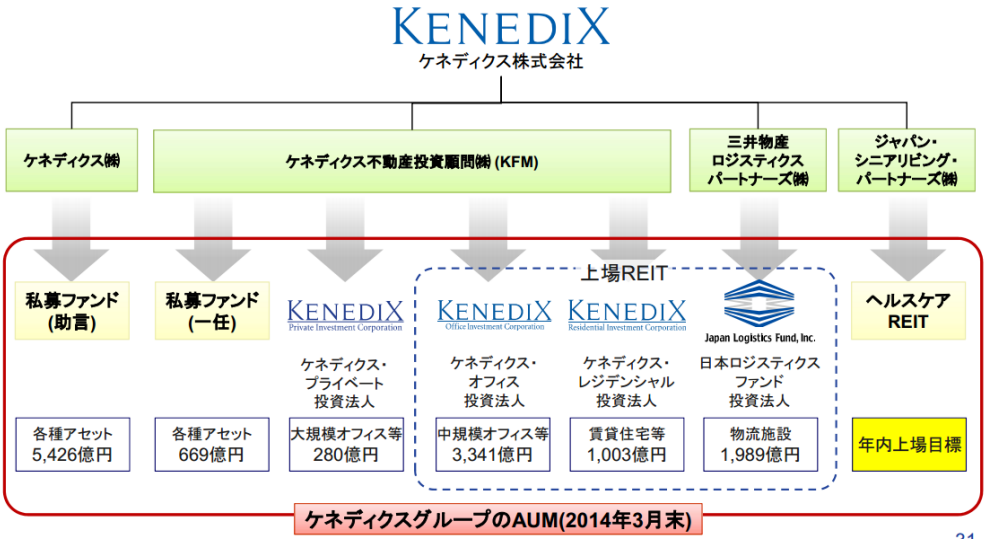
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

グループ

2014 年７月現在、主要連結子会社は、ケネディクス不動産投資顧問株式会社、株式会社スペースデザイン、ケネディクス・プロパティ・マネジメント株式会社である。

- ケネディクス不動産投資顧問株式会社（同社出資比率100%）は、同社が組成した不動産ファンドのアセットマネジメント事業及び不動産投資信託の運用事業を行う。同社は、2013年10月に組織再編を行い、J-REITおよび私募ファンドの投資一任に関しての運用機能を従来のケネディクス・オフィス・パートナーズ社、ケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ社、ケネディクス・アドバイザーズ株式会社からケネディクス不動産投資顧問株式会社（KFM）に集約し、私募ファンドの投資助言に基づく事業を従来のケネディクス・アドバイザーズ株式会社から単体のケネディクス株式会社に移管した。

  KFM への設立と業務集約に関して、同社によれば、従来は、新ファンドを組成するにあたり、新たに運用会社を立ち上げていたため、それぞれにコンプライアンス、総務人事、財務経理の機能など、人員が必要であり、準備に時間が掛かっていた。KFM を設立し、バックオフィスを共通化したことで、ファンド組成のスピードアップが図れるという。



出所：同社資料より SR 社作成

- 株式会社スペースデザイン（同社出資比率99%）：不動産に関する運営業務の受託等
- ケネディクス・プロパティ・マネジメント株式会社（同社出資比率100%）：不動産の取引、管理及び運用に関するコンサルタント業、建物及び各種付属設備の保守管理、清掃、警備の請負、不動産の売買、賃貸、仲介、管理及び鑑定を行う。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

SW（Strengths, Weaknesses）分析

強み（Strengths）

- **独立系としての残存者メリット**：リーマン・ショック後に競合他社が消えゆくなか、同社は無事に生き残り、再び収益拡大への道のりを歩み始めようとしている。海外投資家が日本の不動産に投資対象を求める際に同社が頼りとされるケース、経験豊富な人材を採用できる点などにおいて残存者メリットの享受が考え得る。
- **バランス感覚**：同社の強みは、ヘルスケアなどの斬新なアセットクラスを他社に先駆けて運用する等サービス展開の柔軟性や機動性である。一方、市場が過熱したタイミングでは、一定の基準以下の物件には手を出さないなど、相対的にニーズ（リターン）とリスクのかじ取りを巧みに行っているとの印象を SR 社は受けている。
- **真のアセマネ化**：アセットマネジメント業は本来、ストックビジネスであり収入が安定していること、自らの貸借対照表を使わずに手数料収入を獲得するビジネスであるため、資本効率が高く、貸借対照表が毀損しにくいなどの特性を有している。リーマン・ショック以前は、自己勘定投資の大幅な拡大やレバレッジの活用によってそうした特性はあまり見られなかった。しかし、リーマン・ショック以降、同社は収益の質、財務体質を改善させつつあり、本来のアセットマネージャーになりつつあると SR 社はみている。

弱み（Weaknesses）

- **市場のシクリカル性の強さ**：不動産市場は、金融機関の融資姿勢とも相まって、プロシクリカル性が強い、すなわち循環が増幅される性質をもつとされる。実際、これまでを振り返ると、不動産価格の上昇期に融資姿勢が緩和されることによって価格上昇が加速、価格の下落期においては融資姿勢が厳格化されることによって、不動産価格の振幅が拡大される傾向にある。バーゼル III 等はこうしたプロシクリカル性の緩和につながるものと思われるが、それを排除するものではない。そのため、今後もプロシクリカル性の強さは続くと SR 社はみている。
- **資金調達力**：「財閥系」企業等に比べると資金調達力でやや劣位する。そのため、市況悪化時に資金捻出のために物件売却を迫られる、あるいは調達コストが相対的に高くつく傾向がある。
- **ローカルプレイヤーであること**：同社は日本という「アジアの中の一つの国」におけるスペシャリストであって、リージョナルもしくはグローバルプレイヤーではない。そのため、国・地域をまたがった運用を一任される場合においては他のプレイヤーに劣後すると SR 社はみている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

市場とバリューチェーン

マーケット概略

J-REIT及び私募ファンドの市場規模（運用資産額ベース）								
（兆円）	04/12	05/6	05/12	06/6	06/12	07/6	07/12	08/6
Total	**4.3**	**5.9**	**7.8**	**10.0**	**11.5**	**16.3**	**21.1**	**24.5**
J-REIT	2.1	2.6	3.4	4.5	5.4	6.1	6.8	7.4
私募（合計）	-	-	-	-	-	10.2	14.3	17.1
国内特化型	2.2	3.3	4.4	5.5	6.1	6.7	10.0	13.7
グローバル型	-	-	-	-	-	3.5	4.3	3.4
	08/12	09/6	09/12	10/6	10/12	11/6	11/12	12/6
Total	**25.0**	**25.3**	**24.6**	**24.7**	**25.5**	**25.4**	**26.1**	**27.0**
J-REIT	7.4	7.5	7.6	7.8	7.8	8.0	8.3	8.7
私募（合計）	17.6	17.8	17.0	16.9	17.7	17.4	17.8	18.3
国内特化型	13.6	14.0	13.8	14.9	14.7	14.8	14.9	15.9
グローバル型	4.0	3.8	3.2	2.0	3.0	2.6	2.9	2.4
	12/12	13/6	13/12					
Total	**26.5**	**27.1**	**27.3**					
J-REIT	9.0	10.4	11.2					
私募（合計）	17.5	16.7	16.1					
国内特化型	15.3	15.0	14.9					
グローバル型	2.2	1.7	1.2					

出所：三井住友トラスト基礎研究所よりSR社作成

*グローバル型：外資系運用会社が運用し、日本以外の国も投資対象とするファンド

2007 年まで（拡大期）

オフィスの大量供給が懸念された「2003 年問題」を乗り越え、戦後最長の景気拡大の下、不動産市況は好調に推移した。エクイティ投資家は、J-REIT の拡大とともに、ファンドマネーの流入を加速させ、レンダーは外資系投資銀行による貸し出し、CMBS（商業用不動産担保証券）組成など、負債の流動性・多様性を拡大させた。2007 年 9 月の金融商品取引法（以下、金商法）施行前は参入障壁が低く、それが過当競争を促した側面もあった。

2007 年後半から 2009 年（混乱期）

サブプライムローン問題の影響で 2007 年後半より海外金融機関からの資金流入は滞っていたが、その流れが「リーマン・ショック」によって国内の銀行へも波及。ファイナンスが止まり投資物件の売買ができなくなり、不動産の流動性が一気に低下した。その結果、資金繰りに窮したデベロッパーの倒産が相次ぎ、さらに 2008 年 10 月には J-REIT で初めて破綻するケース（ニューシティ・レジデンス投資法人が 2008 年 10 月に民事再生法を申請）も出た。2009 年には、同社と肩を並べる存在であったパシフィックホールディングス社が負債総額約 163,600 百万円で倒産した。

2010 年以降（回復期）

2009 年末より J-REIT が増資を再開。その後、2010 年下半期に少し停滞したものの J-REIT の増資は 2011 年に入り、再び活発化した。東日本大震災の影響で、一時的にエクイティ投資家の投資意欲が低下する場面もあったが、その後盛り返し、投資意欲は改善基調にある。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

株式会社三井住友トラスト基礎研究所の「不動産私募ファンドに関する実態調査（2014 年 1 月）」によれば、2013 年 12 月時点の J-REIT、私募ファンドを合わせた市場規模（運用資産額ベース）は約 27.3 兆円。好調な不動産市況のもと、J-REIT 等への物件売却を実行したため、資産額を減少させた運用会社が多かったことが要因として挙げられるという。デット、エクイティのいずれも良好な資金調達環境を背景に、新規のファンド組成を企図する運用会社が多い状況にあるとみられる。

不動産投資市場

同社によれば、2011 年、2012 年と不動産投資市場は回復傾向にあったが、2013 年の不動産投資市場は回復が鮮明となったという。2012 年末に自民党政権に交代し、株式市場が活況を呈するようになり、不動産投資市場への資金流入が急増したと推察される。

不動産ファンダメンタルズの概況等を以下に纏める（2014 年 5 月時点）。

オフィスビル

一般財団法人日本不動産研究所及び三鬼商事株式会社が公表している「東京・大阪のオフィス賃料予測（2014 年 4 月）」は、東京のオフィスは、賃料が 2013 年からの上昇が継続すると予測。2016 年の大量供給でも市況が良いので影響は少なく、2017 年以降は空室率が 5%弱でほぼ横ばい、賃料は微増傾向で推移すると見込んでいる。

同社によれば、オフィスビル成約賃料は 2013 年に上昇に転じたとみられる。三幸エステートがニッセイ基礎研究所と共同で公表している「オフィストレンド・インデックス」によれば、2014 年第 1 四半期の都心部 A クラスビル成約賃料は前年同期比 6.1%上昇の 29,482 円/坪となった。2013 年第 2、3 四半期の調整局面から、再び上昇サイクル入りした可能性があるという。一方、東京都心 3 区大規模ビルの成約賃料インデックスは 2014 年第 1 四半期に 16,177 円/坪となった。2013 年第 1 四半期に上昇以降、16,000 円/坪前後で推移している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

オフィス賃料の推移								
（円）	11/3	11/6	11/9	11/12	12/3	12/6	12/9	12/12
東京都心部Aクラス	23,731	20,160	19,706	21,395	21,816	22,050	21,295	23,969
前年同期比	1.5%	-14.2%	-7.3%	-3.5%	-8.1%	9.4%	8.1%	12.0%
東京都心3区大規模ビル	15,940	15,468	16,267	15,717	14,828	15,081	14,260	13,983
前年同期比	-16.4%	-15.1%	-8.6%	-7.3%	-7.0%	-2.5%	-12.3%	-11.0%
	13/3	13/6	13/9	13/12	14/3			
東京都心部Aクラス	27,760	26,680	26,659	27,768	29,482			
前年同期比	27.2%	21.0%	25.2%	15.8%	6.2%			
東京都心3区大規模ビル	16,368	15,942	16,107	16,347	16,177			
前年同期比	10.4%	5.7%	13.0%	16.9%	-1.2%			

出所：三幸エステート「オフィスレント・インデックス」よりSR社作成

賃貸住宅

同社によれば、都心の人口増加と賃貸マンション供給量の低下が、既存物件の需要増加に繋がり、需給バランスがタイト化する見込みである。三井住友トラスト基礎研究所とアットホーム株式会社が共同で公表しているマンション賃料インデックス総合指数によれば、東京23区マンション賃料総合指数は 2012 年第３四半期に前年同期比プラスに転じており、マンションの賃料は 2012 年前半が底であった。2013 年第 4 四半期は 2013 年第 3 四半期比で0.12%低下したものの、前年同期比では 2.21%上昇、前々年同期比では 3.89%の上昇となった。

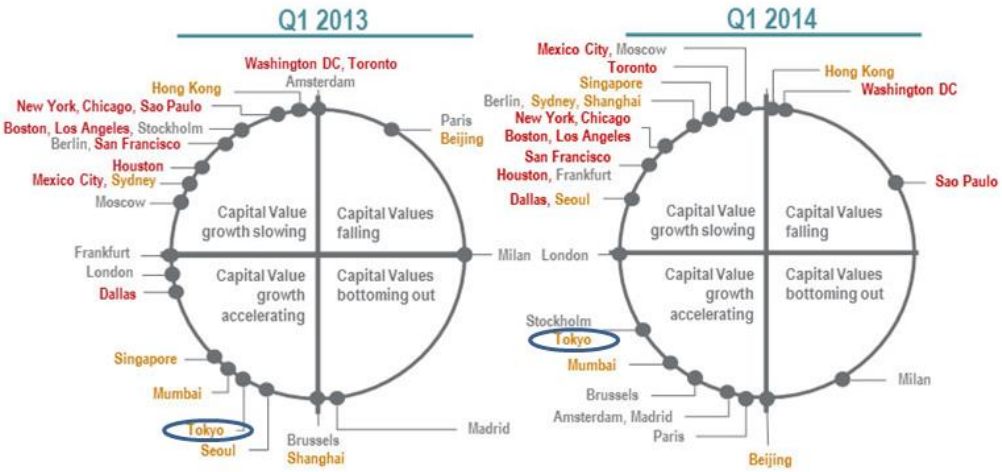
大型物流施設

同社によれば、物流施設に対する上場 REIT 各社、私募ファンドやデベロッパーによる投資、開発は活発であり、物流施設の供給が増加しているという。背景にあるのは、イーコマース市場の拡大による先進的物流施設への需要の高まりである。一五不動産情報サービスによる物流施設（東京圏）の需給動向調査によれば、2013 年 2 月から 2014 年 1 月までの 12 ヶ月間における首都圏で供給された物流施設は前年比 139%増であった。空室率は 2014 年 1 月現在、2.7%と低い水準となっている。

日本市場の相対的な位置付け

ジョーンズラングラサール社の調査「Global Market Perspective2014 年 Q1」では、「プロパティ・クロック」として、世界各都市の不動産の価値を時計に見立て、「下落」、「底打ち」、「拡大」、「減速」のどのステージにあるのかまとめている。プライムオフィスビル（その都市で最もグレードの高いビル）をみると、世界のオフィスビル価格は、「価格上昇の減速」局面にある都市が大半である。一方、東京は 2011 年第４四半期に「底打ち」から「価格上昇の加速」へ転じ、その後は「価格上昇の加速」を維持している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved



オフィスキャピタルバリュークロック

出所：ジョーンズラングラサール社より SR 社作成

参入障壁

参入障壁はさほど高いとはいえない。ただし、金商法施行により以前よりハードルが上がった。また、投資家は長年の投資実績や信用力などを踏まえて資金提供を行う傾向があるため、仮に新規参入したとしても、既存企業に対抗していくのは容易ではない。

競合環境

競争は基本的に激しい。ただし、各社それぞれに主要顧客投資層に対するサービスとそれに伴う物件取得方針などの点で特徴がある。

プレイヤーは、三井不動産株式会社（東証 1 部 8801）、三菱地所株式会社（東証 1 部 8802）などのいわゆる「財閥系」、ローン・スター・ファンド等の「外資系」、同社のような「独立系」に大別される。

一般的に「財閥系」の強みは、信用力の高さや国内市場における実績であり、主要顧客投資層は大手年金基金や政府系基金等である。また、「外資系」の強みはグローバルな情報ネットワークであり、主要顧客投資家層は海外大手機関投資家等である。リーマン・ショックの前後でプレイヤーは変わったが、こうした「外資系」の特性は不変と思われる。対する「独立系」はサービス展開の柔軟性や機動性が強みであり、主要顧客投資家層は国内外機関投資家等となる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社のような「独立系」と「財閥系」の大きな差異は主要顧客投資層にあり、「財閥系」には海外の投資家が少ない。一方、「独立系」には海外の投資家が多い傾向がある。また、その一因は、サービス展開の柔軟性、機動性の差にあるともいえよう。

「独立系」と「外資系」の相違点は、日本の不動産市場というローカル市場のスペシャリストかグローバルな情報ネットワークを有するかという点にある。従って、顧客投資層が各国のスペシャリストに依頼したい場合には「独立系」を選択することになり、グローバル運用を一任したいということであれば「外資系」を選択することになろう。

同社は、「独立系」でリーマン・ショックを生き伸びた数少ない会社の一つである。従って、上記「独立系」が得意とするケースにおいて、残存者メリットを享受し得る立場にあるといえよう。

経営戦略

基本戦略は受託資産（AUM）を持続的に増加させるというアセットマネジメント業の本質を追究することである。

競合が激しい業界ではあるが、「競合環境」の項で記載したような「財閥系」、「外資系」等のポジショニングを踏まえた上で、オーダーメードなサービスを提供することによって「空白地帯」ともいえる海外を始めとした投資家の投資ニーズに応えていく構えだ。リーマン・ショック後の混乱期を生き残り、長年の投資実績を有することで、「独立系」の競合他社は以前より大幅に減少しており、残存者メリットを比較的享受し易い状況でもある。

以下、具体的な運用等の方針について、記載する（2013 年 2 月時点）。

- 向こう 3-5 年の不動産市場にはやや強気のスタンス
- アセットクラスでいえば、引き続きオフィスビルを中心に据えて行くほか、オペレーショナルアセット（ヘルスケア施設、商業施設、ホテル等）への取組みを強化
- オフィスに関して、東京経済圏とそれ以外に分けると、前者に積極的に取り組み、後者はやや慎重視している
- J-REIT と私募ファンドについては両者のバランスを考慮しつつ、増加させていく
- 開発型案件（BTS 型物流開発、住宅、ヘルスケア施設等）や REIT 向けブリッジファンド、オポファンドへの顧客投資家との共同投資を強化

受託資産拡大のための M&A にも前向きである。その点、不動産ファンド運営会社や REIT の合併は、各種制度変更も行われ、リーマン・ショック以前より実行し易くなっているのは確かである。ただし、SR 社の認識ではその誘因が「平時」においては見出しにくいだけに、再編加速のためには、外的ショック等の発生が必要といえるかもしれない。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

いずれにせよ、「貸借対照表分析」の項に記載したように、貸借対照表のスリム化に一定の目処がついたことから、内部成長、外部成長を問わず、2013 年 12 月期以降は「受託資産の拡大」に向けて経営資源をより重点的に投下する体制は整ったものと SR 社は考える。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

過去の業績

2013 年 12 月期通期決算実績

2013 年 2 月 14 日、同社は 2013 年 12 月期通期決算を発表した。

2013 年 12 月期における不動産及び不動産金融業の業界環境について、活発な物件売買取引が行われた結果、J-REIT 市場での年初来の取得総額は約 2.2 兆円となり、2006 年の 2 兆円弱を上回って過去最高を記録した。また、2013 年 9 月に発表された同年の基準地価（都道府県地価調査）においては、三大都市圏の商業地地価が 5 年ぶりに上昇に転じるなど、大都市を中心とした地価の回復が見受けられた。さらに A クラスオフィスビルを中心として平均空室率の低下や平均月額賃料の反転が見られる等、本格的な市況回復の兆しが見受けられた。

受託資産
中期計画の目標に基づき、ケネディクス不動産投資顧問株式会社が運用するケネディクス・レジデンシャル投資法人及びケネディクス・オフィス投資法人の公募増資とそれに伴う資産取得、新規私募ファンドの立ち上げ等により、同社の 2013 年 12 月期末の受託資産（AUM）は 1.2 兆円（2012 年 12 月期末は約 1.1 兆円）となった。ファンド別の受託資産は、私募ファンドが 4,963 億円（前期末比 463 億円減）、J-REIT が 6,130 億円（同 1,306 億円増）、自己勘定が 969 億円（同 43 億円増）であった。

セグメント情報
収益面では、営業収益 22,456 百万円（前年比 7.2%増）、営業利益 6,914 百万円（同 18.5%増）となった。セグメント業績は下記の通りである。

アセットマネジメント事業
営業収益 7,233 百万円（前年同期比 0.2%減）、営業利益 3,900 百万円（同 6.8%減）
アセットマネジメントフィーが安定して推移した。自己勘定保有物件の売却を進めた結果、各ファンドで発生する運用報酬等のグループ間の内部取引が減少し、営業収益が前年同期と比較して減少した。J-REIT の公募増資が期の後半に集中したことから、2013 年 12 月期の受託資産増加による同事業への収益貢献は限定的であった。

不動産投資事業
営業収益 9,393 百万円（前年同期比 65.3%増）、営業利益 2,085 百万円（2012 年 12 月期は 782 百万円の損失）
棚卸資産に計上していた自己勘定保有物件の売却益や商業用不動産担保証券（Commercial Mortgage Backed Securities）の償還益等により、増収増益となった。内訳としてはガソリンスタンドの売却益約 920 百万円、CMBS の償還益約 730 百万円が寄与した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

棚卸資産は、2012 年 12 月末 9,953 百万円から、4,997 百万円増加し、14,950 百万円となった。ガソリンスタンドを約 4,900 百万円売却した一方、ケネディクス・レジデンシャル投資法人との住宅物件共同取得により、棚卸資産は前期末比で増加した。

投資有価証券は、2012 年 12 月末 12,316 百万円から、427 百万円減少し、11,889 百万円となった。2011 年以前に行ったセイムボート出資が減少した。

不動産賃貸事業
営業収益 6,476 百万円（前年比 27.1%減）、営業利益 1,829 百万円（同 42.0%減）
第 4 四半期より株式会社スペースデザインが連結子会社として加わり、マスターリース賃料等新たな収益を計上したが、自己勘定保有物件の売却を引き続き積極的に進め、前年同期と比較して賃貸収入が減少した。

固定資産は、中期計画の売却方針に基づき売却を進めた。一方、TKS 武蔵小杉ビル（8,831 百万円）を棚卸資産から固定資産に振替えたこと、スペースデザイン社の保有物件 7,802 百万円が計上されたことから、2012 年 12 月末 80,760 百万円から、354 百万円増加し、81,114 百万円となった。固定資産売却を進めたことによる含み損の実現、不動産市況の回復、などにより固定資産の含み損は 2012 年 12 月末 7,764 百万円から、4,756 百万円減少し、3,008 百万円となった。

経常利益及び当期純利益
支払利息の減少により営業外収支が改善し、経常利益は前期比 109.5%増の 4,878 百万円となった。特別損失が大きく改善したことから当期純利益は黒字転換し、1,985 百万円（前年同期は当期純損失 10,128 百万円）となった。

貸借対照表等
財務面については、借入金を返済し、支払利息を減少させる等、財務コストの削減及び財務体質の強化を進めた。

2013 年 12 月末の有利子負債残高は 66,024 百万円（2012 年 12 月末比 2,404 百万円増。スペースデザイン社の子会社に伴うコーポレートローン約 3,200 百万円増加を含むため、実質的には約 800 百万円の減少）となった。ノンリコースローンが、前期末比 6,707 百万円増の 28,347 百万円となった。一方、コーポレートローンは同 4,304 百万円減の 37,678 百万円となった。

有利子負債の平均利率は前期比 0.56 ポイント低下の 1.99%となった。有利子負債減少と平均利率の低下により、支払利息は 1,561 百万円（前期比 1,221 百万円減）となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2013 年 12 月末の純資産は、公募増資 17,830 百万円の結果、74,341 百万円（2012 年 12 月末は 56,071 百万円）に増加し、自己資本比率 50.1%（同 44.4%）、DE レシオ 0.93 倍（同 1.25 倍）となった。

共同投資等の内訳

共同投資等に関しては、アセットクラス、投資スキーム、投資期間、リスク・リターンプロファイルについて分散を図ることとしている。2012 年 7 月から 2014 年 2 月までの投資総額は約 191 億円であった。投資対象の構成比率は、オフィスビル 67.1%、ホテル 19.8%、賃貸住宅 7.8%、商業施設 3.7%であった。投資スキームによる内訳は、ローン/CMBS 等 63.2%、開発案件 10.5%、ブリッジファンド 7.0%、オポチュニスティック投資 19.3%であった。また、想定投資期間は 1 年以下が 46.3%、1 年超 2 年以下 10.9%、2 年超 3 年以下 10.0%、3 年超 32.9%で、加重平均期間は 1.64 年であった。

2013 年 12 月期第 3 四半期実績

2013 年 11 月 13 日、同社は 2013 年 12 月期第 3 四半期決算を発表した。

第 3 四半期累計期間における不動産及び不動産金融業の業界環境については、J-REIT（日本版不動産投資信託）による売買取引が引続き活発に行われた。2013 年 9 月に発表された同年の基準地価では、三大都市圏の商業地地価が 2008 年以来 5 年ぶりに上昇に転じ、 大規模クラスオフィスビルを中心に平均空室率の低下や月額賃料の反転など、本格的な回復の兆しが見受けられた。

こうした環境下、同社は中期経営計画に基づき、オフィスビルや住宅への共同投資を実施するとともに、それらの物件のアセットマネジメント業務を受託するなど、受託資産（AUM）の拡充を図る一方、引き続き受託資産の売却も進めた結果、第 3 四半期末の受託資産の総額は、1 兆 2,073 億円（2012 年 12 月末比 895 億円増）となった。受託資産（AUM）の内訳は、自己勘定 1,084 億円（2012 年 12 月末比 158 億円増）、私募ファンド 5,185 億円（同 241 億円減）、J-REIT 5,803 億円（同 979 億増）であった。J-REIT の受託資産（AUM）増加要因は KDR（ケネディクス・レジデンシャル投資法人）の物件取得による。

財務面については、借入金を返済し、支払利息を前年同期比 1,160 百万円減少（前年同期比 50.2%減）させる等、財務コストの削減及び財務体質の強化を進めた。

2013 年 9 月末の有利子負債残高は 73,195 百万円（2012 年 12 月末比 9,572 百万円増）。ノンリコースローンが、2012 年 12 月末比 15,862 百万円増の 37,502 百万円となった。一方、コーポレートローンは同 6,290 百万円減の 35,692 百万円となった。

2013 年 9 月末の純資産は、公募増資 17,830 百万円の結果、77,702 百万円（2012 年 12

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

月末は 56,071 百万円）に増加し、自己資本比率 45.2%（同 40.2%）、DE レシオ 1.03 倍（同 1.25 倍）となった。

以上の結果、営業収益 12,081 百万円（前年同期比 11.4%減）、営業利益 4,975 百万円（同 4.7%減）、経常利益 3,426 百万円（同 57.4%増）、四半期純利益 2,273 百万円（前年同期は四半期純損失 6,639 百万円）となった。

セグメント業績は下記の通り。

アセットマネジメント事業
営業収益 5,424 百万円（前年同期比 16.9%増）、営業利益 3,047 百万円（同 13.8%増）
アセットマネジメントフィーが安定して推移した。また、ケネディクス・レジデンシャル投資法人の大型新投資口発行に伴う物件取得によるアクイジションフィーが増加するなどの特別要因があった。

不動産投資事業
営業収益 2,881 百万円（前年同期比 18.7%増）、営業利益 1,114 百万円（同 117.4%増）
商業用不動産担保証券（CMBS）の償還益や匿名組合分配損益の増加等により、増収増益となった。

棚卸資産は、2012 年 12 月末 9,953 百万円から、22,139 百万円増加し、32,092 百万円となった。ブリッジファンド及びオポチュニスティック投資等を目的として、オフィス 2 物件、賃貸住宅 4 物件を取得した。

投資有価証券は、2012 年 12 月末 12,316 百万円から、497 百万円減少し、11,819 百万円となった。セイムボート出資が増加したが、その他純投資（金銭信託受益権、その他株式等）が減少した。

不動産賃貸事業
営業収益 4,259 百万円（前年同期比 40.4%減）、営業利益 1,438 百万円（同 43.0%減）
2012 年 12 月期から引き続き積極的に自己勘定保有物件の売却を進めたため、前年同期と比べて賃貸収入が減少し、減収減益となった。

固定資産は、中期計画の売却方針に基づき売却を進めたことで、2012 年 12 月末 80,760 百万円から、7,892 百万円減少し、72,868 百万円となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2013 年 12 月期第 2 四半期実績

2012 年 8 月 9 日、同社は 2013 年 12 月期第 2 四半期決算を発表した。

第 2 四半期累計期間における不動産及び不動産金融業の業界環境については、J-REIT（日本版不動産投資信託）による売買取引が引続き活発に行われた。大規模クラスオフィスビルを中心に平均空室率の低下や月額賃料の反転など、本格的な回復の兆しが見受けられた。

こうした環境下、同社は中期経営計画に基づき、オフィスビルや住宅への共同投資を実施するとともに、それらの物件のアセットマネジメント業務を受託するなど、受託資産（AUM）の拡充を図る一方、引き続き受託資産の売却も進めた結果、第 2 四半期末の受託資産の総額は、1 兆 1,609 億円（2013 年 12 月末比 431 億円増）となった。

財務面については、借入金を返済し、支払利息を前年同期比 936 百万円減少（前年同期比 55.7%減）させる等、財務コストの削減及び財務体質の強化を進めた。

以上の結果、営業収益 8,089 百万円（前年同期比 18.2%減）、営業利益 3,356 百万円（同 8.2%減）、経常利益 2,633 百万円（同 57.6%増）、四半期純利益 2,093 百万円（前年同期は四半期純損失 1,161 百万円）となった。

セグメント業績は下記の通り。

アセットマネジメント事業
営業収益 3,077 百万円（前年同期比 5.3%減）、営業利益 1,550 百万円（同 17.2%減）
アセットマネジメントフィーが安定して推移した。前年にケネディクス・レジデンシャル投資法人の新規上場に伴うアクイジションフィー等の特別要因があった。

不動産投資事業
営業収益 2,440 百万円（前年同期比 33.6%増）、営業利益 1,199 百万円（同 215.0%増）
商業用不動産担保証券（CMBS）の償還益や匿名組合分配損益の増加等により、増収増益となった。

不動産賃貸事業
営業収益 2,861 百万円（前年同期比 45.0%減）、営業利益 978 百万円（同 43.2%減）
2012 年 12 月期に積極的に自己勘定保有物件の売却を進めたため、前年同期と比べて賃貸収入が減少し、減収減益となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2013 年 12 月期第 1 四半期実績

2012 年 5 月 10 日、同社は 2013 年 12 月期第 1 四半期決算を発表した。

第 1 四半期会計期間における不動産及び不動産金融業の業界環境については、J-REIT（日本版不動産投資信託）が資金調達をおこない新規物件を取得する等売買取引が活発に行われている。さらに、大規模オフィスビルを中心として平均空室率の低下や平均月額賃料が下げ止まる等、本格的な回復の兆しが見受けられる。

こうした環境下、同社は中期経営計画に基づき、物流施設やオフィスビルへの共同投資を実施するとともに、それらの物件のアセットマネジメント業務を受託するなど、受託資産（AUM）の拡充を図った（受託資産（AUM）増加額は 465 百万円）。一方、引き続き受託資産の売却も進めた（受託資産（AUM）減少額は 372 百万円）結果、第 1 四半期末のアセットマネジメント受託残高は 1 兆 1,270 億円（2012 年 12 月末比 0.8%増）となった。

財務面については、借入金を返済し、支払利息を前年同期比 513 百万円減少（前年同期比 57.1%減）させる等、財務コストの削減及び財務体質の強化を進めている。

以上の結果、営業収益 4,645 百万円（前年同期比 1.6%減）、営業利益 1,843 百万円（同 30.6%増）、経常利益 1,398 百万円（同 137.3%増）、四半期純利益 1,148 百万円（前年同期は四半期純損失 607 百万円）となった。

通期会社予想に対して経常利益の進捗率が 48.2%、当期純利益の進捗率が 114.8%と高い。同社はこの点について、不動産投資事業において、当初予想通り商業用不動産担保証券（CMBS）の償還益によって 782 百万円の営業収益が発生した他（第 1 四半期に大半が発生予定）、特別損失の計上が第 1 四半期会計期間においてはなかったこと（通期で 1,200 百万円計上する想定）を理由として挙げており、通期会社予想に変更はないとしている。

ちなみに、通期で 1,200 百万円特別損失を計上する計画には変わりがないが、昨今の市場環境改善を踏まえれば、1 保有不動産あたりの売却損が当初想定より縮小する可能性があると同社は述べている。つまり、当初約 18,000 百万円（簿価）の保有不動産売却を行い、その結果として特別損失 1,200 百万円を計上する見込みであったが、保有不動産売却額（簿価）をより拡大させた上で特別損失は当初見込み通り 1,200 百万円を計上する可能性もあるとしている。

「中長期展望」の項に詳細を記載しているが、同社は今後 3 年間で自己勘定投資（顧客投資家との共同投資が中心）13,000 百万円から 15,000 百万円を計画している。その原資としては、3 年間で 50,000 百万円（簿価）程度の保有不動産売却による資金が充てられる予定（自己勘定投資以外に負債返済の原資ともなる見込み）。従って、保有不動産売却が当初見込みよりも前倒しで進めば、自己勘定投資の原資を前倒しで確保することも可能となる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

中期経営計画の最終年度は2015年12月期だが、同社は業界環境の改善傾向も鑑みた上で、なるべく前倒しで達成したいと述べている。

第1四半期会計期間におけるセグメント業績は下記の通り。

アセットマネジメント事業
営業収益1,273百万円（前年同期比4.6%増）、営業利益561百万円（同10.6%減）
新規受託資産増加に伴うアクイジションフィーが増加したことから、増収となった。ただし、アセットマネジメントフィーが減少したこと等によって減益となった。

不動産投資事業
営業収益2,088百万円（前年同期比91.9%増）、営業利益1,005百万円（同394.2%増）
CMBSの償還益や匿名組合分配損益の増加等により、大幅な増収増益となった。

不動産賃貸事業
営業収益1,427百万円（前年同期比45.4%減）、営業利益478百万円（同35.5%減）
2012年12月期において積極的に自己勘定保有物件の売却を進めたため、前年同期と比べて賃貸収入が減少し、減収減益となった。

2012年12月期通期実績

2012年2月14日、同社は2012年12月期通期決算を発表した。

営業収益20,957百万円（前年比7.5%増）、営業利益5,837百万円（同15.8%減）、経常利益2,328百万円（同5.5%減）、当期純損失10,128百万円（2011年12月期は当期純利益1,313百万円）となった。

J-REIT市場では4年半ぶりの上場となるケネディクス・レジデンシャル投資法人（東証1部3278）の上場を実現したほか、同社としては過去最大の受託案件となる千代田区内幸町所在のオフィスビル（旧新生銀行本店ビル）や、流通形態の変化により需要が高まっている物流施設の開発案件を新規受託するなどの受託資産残高（AUM）の増加があった。一方で、自己保有不動産の売却等や私募ファンド等による売却が進んだこと、更生会社パシフィックホールディングス株式会社等の会社更生手続き完了に伴う支援の終了等もあったため、2012年12月末のアセットマネジメント受託残高は1兆1,177億円(2011年12月末比63億円増、0.6%増）となった。

不動産保有目的のために設立された連結子会社に対する匿名組合出資持分を譲渡し、3,827

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

百万円を関係会社整理損に計上したこと、自己勘定保有物件について 3,223 百万円の減損損失として計上したこと、不動産を担保とした特定社債等について投資有価証券評価損 2,634 百万円を計上したことなどから、合計 12,386 百万円を特別損失に計上した。

同社は上記のようにバランスシートのスリム化を図っているが、結果として、総資産は 2011 年 12 月末と比較し、64,155 百万円減少し、126,270 百万円となった。また、有利子負債は、2011 年 12 月末と比較し、46,144 百万円減少の 63,623 百万円（うちノンリコースローンは 2011 年 12 月末比 38,804 百万円減少の 21,640 百万円）となった。自己資本比率は、当期純損失の発生があったものの 40.2%と 2011 年 12 月末の 32.0%から改善した格好だ。

2012 年 12 月期第 3 四半期実績

2012 年 11 月 8 日、同社は 2012 年 12 月期第 3 四半期決算を発表。会社予想に変更はない。

営業収益 13,631 百万円（前年同期比 7.8%減）、営業利益 5,219 百万円（同 7.8%減）、経常利益 2,177 百万円（同 5.2%増）、四半期純損失 6,639 百万円（前年同期：四半期純利益 1,052 百万円）となった。

オフィスや商業施設に関する新規ファンド組成や J-REIT の物件取得などを中心とした受託資産（AUM）の増加があった。一方で、自己保有不動産の売却等や私募ファンド等による売却が進んだこと、更生会社パシフィックホールディングス株式会社等の会社更生手続き完了に伴う支援の終了により、2012 年 9 月末のアセットマネジメント受託残高は 1 兆 1,038 億円（2011 年 12 月末比 75 億円減、0.7%減）となった。

また、不動産保有目的のために設立された連結子会社に対する匿名組合出資持分を譲渡し、3,826 百万円を関係会社整理損に計上したこと、不動産を担保とした特定社債等について投資有価証券評価損 2,003 百万円を計上したこと、ケネディクス・レジデンシャル投資法人への物件売却を中心に減損損失（1,475 百万円）を計上したことなどから、合計 8,553 百万円を特別損失に計上した。

2012 年 12 月期第 2 四半期実績

2012 年 8 月 9 日、同社は 2012 年 12 月期第 2 四半期決算を発表。同時に、通期会社予想の下方修正も行った。

営業収益 9,886 百万円（前年同期比 1.7%増）、営業利益 3,656 百万円（同 3.7%増）、経常利益 1,671 百万円（同 4.9%増）、四半期純損失 1,161 百万円（前年同期：四半期純利益

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

662 百万円）となった。

2012 年 12 月期第 1 四半期実績

2012 年 5 月 10 日、同社は 2012 年 12 月期第 1 四半期決算を発表した。会社予想に変更はない。

営業収益 4,719 百万円（前年同期比 5.2%減）、営業利益 1,411 百万円（同 9.1%減）、経常利益 589 百万円（同 8.0%減）、四半期純損失 607 百万円（前年同期：四半期純損失 105 百万円）となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

損益計算書

損益計算書 （百万円）	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結
営業収益	**77,831**	**38,589**	**19,486**	**20,957**	**22,456**
前年比	-43.4%	-50.4%	-49.5%	7.5%	7.2%
営業原価	64,316	27,177	8,876	11,556	11,378
営業総利益	**13,514**	**11,411**	**10,609**	**9,401**	**11,077**
前年比	-39.7%	-15.6%	-7.0%	-11.4%	17.8%
売上総利益率	17.4%	29.6%	54.4%	44.9%	49.3%
販売費及び一般管理費	5,080	4,080	3,678	3,563	4,162
売上高販管費比率	6.5%	10.6%	18.9%	17.0%	18.5%
営業利益	**8,433**	**7,331**	**6,931**	**5,837**	**6,914**
前年比	-48.2%	-13.1%	-5.5%	-15.8%	18.5%
営業利益率	10.8%	19.0%	35.6%	27.9%	30.8%
営業外収益	312	692	711	259	275
営業外費用	8,521	5,821	5,177	3,768	2,312
支払利息	4,233	4,543	3,929	2,782	1,561
経常利益	**225**	**2,202**	**2,464**	**2,328**	**4,878**
前年比	-95.8%	878.7%	11.9%	-5.5%	109.5%
経常利益率	0.3%	5.7%	12.6%	11.1%	21.7%
特別利益	249	75	537	925	146
特別損失	17,046	2,667	707	12,386	2,291
投資有価証券評価損	412	15	113	2,634	2
投資有価証券売却損	1,041		191	1,221	241
たな卸資産評価損	12,827				
減損損失		1,508	83	3,223	48
固定資産売却損	1,453	435		1,287	1,855
解約違約金	281				
持分法のれん相当額償却額					
持分変動損失	126	85			
関係会社整理損		554		3,827	
関係会社株式評価損					
事務所移転費用					132
災害による損失			277		
貸倒損失	51				
貸倒引当金繰入額	247				
法人税等	1,089	1,662	494	688	718
税率	-6.6%	-426.2%	21.5%	-7.5%	26.3%
当期純利益	**-18,438**	**-2,542**	**1,313**	**-10,128**	**1,985**
前年比	69.9%	-86.2%	-151.7%	-	-
利益率	-23.7%	-6.6%	6.7%	-48.3%	8.8%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2008 年 12 月期

営業収益 137,431 百万円(前年同期比 0.4%減)、営業総利益 22,413 百万円(同 38.7%減)であった。主要事業の営業総利益は以下の通りであった。

- 主力の不動産投資事業の営業総利益は17,393百万円（前年同期比34.3%減）となった。賃貸事業収入が11,829百万円（同50.2%増）と増加したが、販売用不動産売却益が12,328百万円（前年同期比33.8%減）と減少した。更に匿名組合出資金売却損6,764百万円を計上した。不動産投資市場及び資金調達環境が大きな影響を受けている中、バランスシートの圧縮及び質の改善を進めていくため、棚卸資産を圧縮する過程において、物件売却や匿名組合出資持分の譲渡に伴う損失が発生した。

- アセットマネジメント事業の営業総利益は2,957百万円（前年同期比30.9%減）となった。受託資産（AUM）の増加により、アセットマネジメントフィーは増加し、2,611百万円（同17.5%増）となったが、インセンティブフィーが345百万円（同83.2%減）と大きく減少した。

営業総利益の減少により、営業利益は前年同期比 47.3%減の 16,267 百万円となった。支払利息の増加、持分法投資損失 2,523 百万円の計上により、経常利益は前年同期比 79.6%減の 5,316 百万円となった。

株式市場の低迷等により、期末時点で保有する有価証券において減損を行う等、118 億円の特別損失を計上した結果、当期純損失 10,850 百万円(前年同期は 14,662 百万円の純利益)となった。

2009 年 12 月期

営業収益 77,831 百万円(前年同期比 43.4%減)、営業総利益 13,515 百万円(同 39.7%減)であった。主要事業の営業総利益は以下の通りであった。

- 主力の不動産投資事業の営業総利益は9,962百万円（前年同期比42.7%減）となった。棚卸資産の売却により、賃貸事業収入が6,450百万円（同45.5%減）となった他、販売用不動産売却益が7,382百万円（同40.1%減）と減少した。また、棚卸資産評価損3,870百万円を計上した。

- アセットマネジメント事業の営業総利益は3,144百万円（前年同期比6.3%増）となった。受託資産の増加により、アセットマネジメントフィーは増加し3,078百万円（同17.9%増）となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

営業総利益の減少により、営業利益は前年同期比 48.2%減の 8,433 百万円となった。有利子負債の削減による支払利息減少、その他営業外費用の減少があったものの、営業費用外損益は 8,209 百万円の損失であったことから、経常利益は前年同期比 95.8%減の 225 百万円となった。

棚卸資産評価損 12,827 百万円、固定資産売却損 1,456 百万円などの特別損失 17,046 百万円を計上したことで、当期純損失は過去最大の 18,438 百万円（前年同期は 10,850 百万円の純損失）となった。

2010 年 12 月期

営業収益 38,589 百万円（前年同期比 50.4%減）、営業総利益 10,609 百万円（同 7.0%減）であった。主要事業の営業総利益は以下の通りであった。

- 不動産投資事業の営業総利益は7,184百万円（前年同期比27.9%減）となった。賃貸事業収入が5,881百万円（同8.8%減）となった他、販売用不動産売却益が1,921百万円（同74.0%減）なった。また、棚卸資産評価損596百万円を計上した。

- アセットマネジメント事業の営業総利益は3,531百万円（前年同期比12.3%増）となった。受託資産（AUM）の増加により、アセットマネジメントフィーは増加し3,446百万円（同12.0%増）となった。

のれん償却額の減少により、販売費及び一般管理費が減少し、営業利益の減少額は営業総利益の減少額を下回り、営業利益は前年同期比 13.1%減の 7,331 百万円となった。

持分法投資損失の縮小により、営業外損益は 5,129 百万円の損失となり、経常利益は 2,202 百万円（同 877.2%増）と大幅に改善した。

前期の一時的な棚卸資産や固定資産売却損などの特別損失 17,046 百万円の計上に対し、特別損失は 2,667 百万円と大きく減少し、当期純損失は 2,542 百万円（前年同期は 18,438 百万円の純損失）となった。

2011 年 12 月期

営業収益 19,486 百万円（前年同期比 49.5%減）、営業総利益 10,609 百万円（同 7.0%減）であった。主要事業の営業総利益は以下の通りであった。

- 不動産投資事業の営業総利益は1,895百万円（前年同期比38.1%減）となった。賃貸事業収入が1,608百万円（同30.6%減）となった他、不動産売却益が378百万円（同80.3%

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

減）となった。

- 不動産賃貸事業の営業総利益は4,145百万円（前年同期比17.0%増）となった。

- アセットマネジメント事業の営業総利益は4,568百万円（前年同期比5.0%減）となった。前年同期にオーストラリア証券取引所に上場する不動産投資信託の私募ファンド化に伴うパフォーマンスフィーの計上があったことや、受託資産（AUM）の減少が一時的にあったこと等に伴い、管理報酬であるアセットマネジメントフィーを中心にフィー収入が前年同期と比較して減少した。その結果、アクイジションフィー405百万円（同34.6%減）、アセットマネジメントフィー3,130百万円（同9.0%減）、インセンティブフィー153百万円（同47.6%減）となった。

販売費及び一般管理費の減少額を営業総利益の減少額が上回ったことから、営業利益は5.5%減少の 6,931 百万円となった。

持分法投資損失が増加したものの、支払利息の減少等により、営業外損益が改善し、経常利益は前年同期比 11.9%増の 2,464 百万円となった。

前期の一時的な減損損失や関係会社整理損などの特別損失 2,667 百万円の計上に対し、特別損失は 707 百万円に減少し、当期純利益は 1,313 百万円（前年同期は 2,542 百万円の純損失）を計上した。

過去の会社予想と実績の差異

期初会社予想と実績（百万円）	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結
営業収益（期初予想）	108,400	44,900	21,900	17,300	16,800
営業収益（実績）	77,831	38,589	19,486	20,957	22,456
期初会予と実績の格差	**-28.2%**	**-14.1%**	**-11.0%**	**21.1%**	**33.7%**
営業利益（期初予想）	18,000	8,600	7,600	6,700	4,550
営業利益（実績）	8,433	7,331	6,931	5,837	6,914
期初会予と実績の格差	**-53.2%**	**-14.8%**	**-8.8%**	**-12.9%**	**52.0%**
経常利益（期初予想）	13,200	3,300	3,700	3,400	2,900
経常利益（実績）	225	2,202	2,464	2,328	4,878
期初会予と実績の格差	**-98.3%**	**-33.3%**	**-33.4%**	**-31.5%**	**68.2%**
当期利益（期初予想）	200	400	2,000	1,700	1,000
当期利益（実績）	-18,438	-2,542	1,313	-10,128	1,985
期初会予と実績の格差	**-9319.0%**	**-735.5%**	**-34.4%**	**-695.8%**	**98.5%**

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2009 年 12 月期は、自己勘定で保有する不動産を外部売却する際の収益が、期初会社予想の想定を下回ったこと、想定していた私募ファンドの組成が 2010 年 12 月期以降にずれ込んだこと、棚卸資産の評価損計上などにより、会社予想を下方修正した。

2010 年 12 月期は、不動産売却収益が期初会社予想の想定を下回ったこと、バランスシートのスリム化を進めるうえで、固定資産の譲渡に伴う損失が発生することとなったことから、会社予想を下方修正した。

2012 年 12 月期は、ノンリコースローンの期限到来に際し、裏付け不動産の売却を行った。保有資産の売却により、賃料収入が減少したことに加え、棚卸資産の評価損計上により、期初会社予想の営業利益も下方修正した。また、保有不動産売却等に伴う損失を特別損失として計上した。

2013 年 12 月期は、ノンリコースローンの期限到来に際し、裏付け不動産の売却を行った。保有資産の売却により、賃料収入が減少したことに加え、棚卸資産の評価損計上により、期初会社予想の営業利益も下方修正した。また、保有不動産売却等に伴う損失を特別損失として計上した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

貸借対照表分析

貸借対照表 （百万円）	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結
資産					
現金・預金	18,291	10,913	7,706	13,813	25,795
信託預金	4,916	3,327	2,375	827	1,103
有価証券					
売掛金					
貸倒引当金					
たな卸資産	66,370	43,006	15,306	9,953	14,950
販売用不動産	63,909	43,006	15,306	9,953	14,950
仕掛販売用不動産	2,461				
前払費用					
その他	8,959	8,793	7,149	4,770	9,018
流動資産合計	**98,536**	**62,712**	**30,161**	**28,536**	**49,763**
建物	45,131	48,716	57,245	29,842	31,089
減価償却累計額	877	1,828	2,587	2,686	2,680
土地	53,461	71,511	82,927	53,721	49,941
その他の固定資産	530	534	241	157	309
減価償却累計額	101	103	120	98	74
有形固定資産合計	**98,143**	**118,830**	**137,707**	**80,937**	**78,586**
投資有価証券	19,047	19,442	16,524	12,316	11,889
出資金	300	429	422	360	461
長期貸付金	869	672	548	548	548
前払費用					
繰延税金資産	160	343	472	256	63
差入保証金					
保険積立金					
その他	1,571	4,169	4,847	3,505	4,210
投資その他の資産合計	**21,647**	**24,626**	**22,391**	**16,625**	**16,710**
ソフトウエア					
のれん	236		117	105	412
その他	38	59	48	65	63
無形固定資産合計	**275**	**59**	**165**	**170**	**3,338**
固定資産合計	**120,066**	**143,515**	**160,264**	**97,733**	**98,635**
資産合計	**218,603**	**206,228**	**190,426**	**126,270**	**148,398**
負債					
営業未収金	436	348	492	134	594
短期有利子負債	83,954	30,543	38,910	18,763	10,771
その他	7,098	5,617	2,263	1,958	1,888
流動負債合計	**91,488**	**36,508**	**41,665**	**20,855**	**13,253**
長期有利子負債	69,082	93,081	70,856	44,857	55,253
その他	3,506	5,490	6,468	4,486	5,550
固定負債合計	**72,588**	**98,571**	**77,324**	**49,343**	**60,803**
有利子負債（短期及び長期）	**153,036**	**123,624**	**109,766**	**63,620**	**66,024**
負債合計	**164,077**	**135,080**	**118,990**	**70,199**	**74,056**
純資産					
資本金	23,787	31,322	31,322	31,322	40,237
資本剰余金	24,046	31,581	31,581	31,581	40,496
利益剰余金	5	−2,594	−1,289	−11,593	−9,605
少数株主持分	7,784	11,080	10,518	5,247	3,028
純資産合計	**54,525**	**71,147**	**71,435**	**56,071**	**74,341**
運転資金	65,934	42,658	14,814	9,819	14,356
有利子負債合計	153,036	123,624	109,766	63,620	66,024
ネット・デット	134,745	112,711	102,060	49,807	40,229

出所：会社データよりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

リーマン・ショック後の同社

リーマン・ショック直前の 2008 年 6 月、同社の総資産は 433,886 百万円、有利子負債は 312,610 百万円と過去最高に膨れ上がった。レバレッジをかけた自己勘定での投資拡大やファンド及び J-REIT 組成を視野に入れた物件の一時的な保有が背景と推測される。

その後、リーマン・ショック後に同業他社が資金繰りに窮し、倒産を余儀なくされるなか、同社は、物件売却による有利子負債削減、リファイナンスを進めるとともに公募増資も実行、危機を乗り切った。

物件売却を進めることができた理由の一つとして、相対的に保守的な物件の取得基準があると SR 社は考える。例えば、2006 年 12 月期を振り返ると、同社の受託資産（AUM）増加に占める入札比率は約 2%で、大半が相対取引であったという。入札自体には同社も参加していたことから、他社よりも高いキャップレート（期待利回り）を望んだがゆえに、落札できなかったことを示唆していよう。また、前述したように私募ファンドの大半が「セパレート・アカウント」のため、「分散化」が働きやすいという側面もあったと考えられる。同業他社の中には、「1 兆円ファンド」で名を馳せた企業もあった。

同社は、リファイナンスを進めることができた要因について、従来から取引先金融機関と良好な関係構築に努め、厳しい環境下でもサポートを得ることができた点を指摘している。外部から定量的に分析するのが難しい点ではあるが、市況混乱下でローンリファイナンスを行えた事実はそのことを裏付けているといえよう。実際、2009 年に不動産市場が凍りついた状況で、同社は銀行と協議を重ね、ノンリコースローン（責任財産からのキャッシュフローのみを返済原資とし、借り手は債務の返済責任を負わない借入）について緊急的なリファイナンスを行っている。

有利子負債の返済動向

自己勘定で有する物件（棚卸資産、固定資産）の売却を進め、有利子負債を削減してきた。有利子負債は 2013 年 12 月末で 66,025 百万円まで縮小、ネット・デット・エクイティレシオ（分子：有利子負債から現預金を控除、分母：自己資本）は、ピーク時（2008 年 12 月期中間決算時）の 4.47 倍から 0.93 倍へと改善した。

保有資産の概要

2013 年 12 月末時点で保有する主な資産は、棚卸資産 14,950 百万円、有形固定資産 81,114 百万円、投資有価証券 11,889 百万円（うちセイムボート出資（共同投資）5,714 百万円）となる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

棚卸資産は、ガソリンスタンドが大半である。同社は、中期経営計画における施策の一つとして、保有資産売却による資産の組み換えを行う方針としている。その一環として、2013 年 10 月に当該ガソリンスタンドのうち 4,999 百万円を売却した。譲渡価格は 5,810 百万円で、諸費用差引後の譲渡益 706 百万円を 2013 年 12 月期に計上した。

固定資産は、オフィスを中心に、賃貸マンション、商業施設等より構成され、実質 NOI 利回り（不動産賃貸事業営業総利益+減価償却費）÷簿価）は 4.1%、含み損は 3,008 百万円である。また、セイムボート出資のうち、出資年が 2011 年以前の投資額合計は 2,941 百万円である。

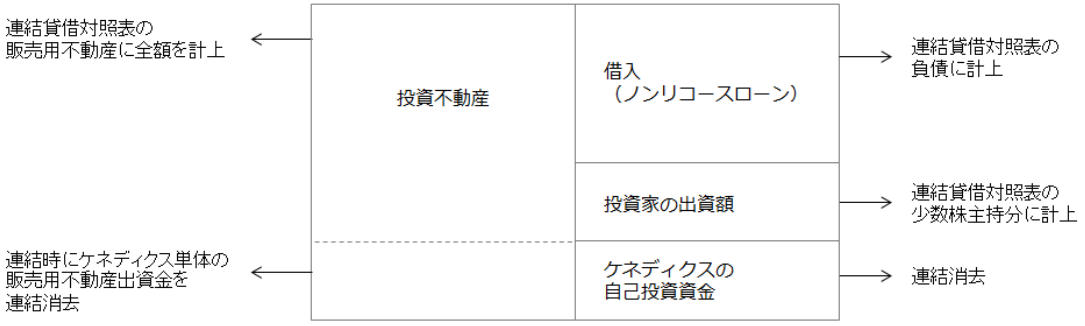
不動産投資事業の資産計上基準

不動産投資事業において、取得した資産は、貸借対照表では棚卸資産（販売用不動産）または投資有価証券に計上される。棚卸資産と投資有価証券のいずれに計上するかに関しては、匿名組合の出資比率によって異なる。

SPC（Specific Purpose Company、特別目的会社）への出資比率 40%超の場合
同社の会計基準では、同社グループでアセットマネジメントを受託している SPC で、かつ、SPC への出資比率が 40%を越える場合には、当該 SPC を同社の連結対象とし、SPC の全ての財産及び損益は、連結財務諸表に含める。SPC の資産は連結貸借対照表の借方に棚卸資産（販売用不動産）として計上される。SPC の借入金はそのまま連結貸借対照表の借入金に、同社グループ以外の投資家の SPC への出資金は、同社の連結財務諸表では少数株主持分として計上される。同社単体から SPC への出資金は、同社単体の販売用不動産出資金と連結消去される。

連結対象となった同社グループ以外の SPC 出資者への損益分配額は、損益計算書に少数株主損益として計上する。

匿名組合への出資比率が40%を超え、連結対象となる場合

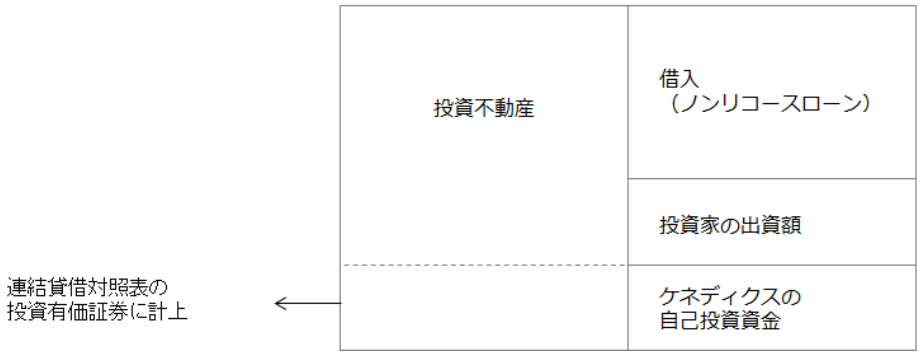


Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

SPC への出資比率 40%以下の場合

SPC への出資比率が、40%以下の場合には、原則として連結の対象外となり、SPC の持ち分相当額を投資有価証券として計上する。（但し、グループ REIT 等との共同投資による合計出資比率が 40%を超える場合は、連結対象となる場合がある。）

匿名組合への出資比率が40%以下で、非連結の場合



投資有価証券には同社の純粋な自己資金の投資額のみが計上されるが、棚卸資産には、同社グループ以外の SPC の出資分、SPC の借入を含め、SPC の不動産投資額が全額、販売用不動産として計上される。この点において、同社の純粋なリスク資産を把握することは困難である。棚卸資産における同社の純粋な投資額は、単体の貸借対照表における販売用不動産出資金と同水準である。

不動産賃貸事業の資産計上基準

不動産賃貸事業の資産は、貸借対照表では固定資産に計上される。同社によれば、固定資産の大部分は、もともとは短期投資目的の物件であり、棚卸資産に計上されていた。2008 年のリーマン・ショック以降、不動産価格が下落したことで、一年以上保有することになった棚卸資産を固定資産に振替えた。2009 年 12 月期に 88,002 百万円、2010 年 12 月期に賃貸マンション 5 物件 4,475 百万円、2011 年 12 月期にはオフィス及び商業施設 25,700 百万円を棚卸資産から振替え、固定資産とした。

固定資産における匿名組合の連結基準は棚卸資産と同様であり、同社グループがアセットマネジメント業務を受託し、SPC への出資比率が 40%を越える場合には、SPC の全ての財産及び損益は、連結財務諸表に含める。SPC の資産は連結貸借対照表の借方に固定資産として計上される。SPC の借入金は、そのまま連結貸借対照表の借入金、同社グループ以外の投資家の SPC への出資金は少数株主持分として計上される。同社単体から SPC への出資金は、同社単体のその他関係会社有価証券（匿名組合出資金、特定目的会社に対する優先・劣後出資等を含む）と連結消去される。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

連結対象となった同社グループ以外の匿名組合員への損益分配額は、損益計算書に少数株主損益として計上する。

キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書（百万円）	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結
営業活動によるキャッシュフロー（1）	54,553	23,737	6,181	10,545	−2,787
投資活動によるキャッシュフロー(2)	−10,980	−15,333	5,674	31,276	8,947
FCF（1+2）	**43,573**	**8,404**	**11,855**	**41,821**	**6,160**
財務活動によるキャッシュフロー	−37,809	−17,481	−14,461	−37,108	9,036
減価償却費及びのれん償却費（A）	2,263	1,447	1,350	1,392	960
設備投資（B）	−19,473	−1,641	−1,113	−565	−2,672
運転資金増減（C）	−142,767	−23,276	−27,844	−458	−9,819
単純FCF（NI+A+B−C）	**107,119**	**20,540**	**29,394**	**−8,843**	**10,092**

出所：会社データよりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

営業活動によるキャッシュフロー

同社の営業活動によるキャッシュフローは、当期純利益に加え、棚卸資産の増減の影響を大きく受ける。2009 年 12 月以降は棚卸資産の減少により、営業活動によるキャッシュフローは資金流入が継続している。同期間において、有利子負債の返済のために、棚卸資産の売却を進めたことから、財務活動によるキャッシュフローがマイナス（キャッシュアウト）を継続した。

営業活動によるキャッシュフロー（百万円）	09年12月期 連結	10年12月期 連結	11年12月期 連結	12年12月期 連結	13年12月期 連結
営業活動によるキャッシュフロー	54,553	23,737	6,181	10,545	−2,787
棚卸資産の増減	54,759	18,188	1,984	5,353	−10,691

出所：会社データよりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

同社は、中期計画において、自己勘定投資を 30,000 百万円とする方針を示している。SR 社では、2013 年 12 月期以降、2015 年 12 月期までは、棚卸資産の増加により、営業活動によるキャッシュフローは低水準またはマイナスが継続すると予想する。

投資活動によるキャッシュフロー

投資活動によるキャッシュフローは、固定資産の増減の影響が大きい。リーマン・ショック後の 2009 年 12 月期、2010 年 12 月期において固定資産の取得により、投資活動によるキャッシュフローはマイナスとなった。2011 年 12 月以降、固定資産の売却を進め、投資活動

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

によるキャッシュフローはプラスに転じた。

2012 年 12 月期は、期中に返済期限が到来する有利子負債 38,870 百万円に対応するため、固定資産を売却の売却を進め、投資活動によるキャッシュフローは 31,276 百万円のプラスとなった。

同社は中期経営計画で、固定資産の売却を進める方針としており、SR 社は 2013 年 12 月期以降、投資活動によるキャッシュフローは、プラスで推移すると予想する。固定資産の売却により獲得した現金は、自己勘定投資に振り向ける方針である。

財務活動によるキャッシュフロー

財務活動によるキャッシュフローは、有利子負債の増減影響を大きく受ける。2008 年 12 月以前は、レバレッジをかけて自己勘定投資を進めたことで、財務活動によるキャッシュフローはプラスが続いた。2009 年 12 月期以降は、バランスシートの圧縮、有利子負債の返済が勧められ、マイナスが継続した。

中期経営計画で固定資産の売却が進められることで、固定資産に付随するノンリコースローンの返済が進み、財務活動によるキャッシュフローはマイナスが続くと考えられる。一方、自己勘定投資を増やしていく中で、棚卸資産が増加した場合（出資比率 40%超の自己勘定投資が増えた場合）には、連結対象となる匿名組合のノンリコースローンが増加し、財務活動によるキャッシュフローはプラスに転じる可能性もあるだろう。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

その他情報

用語集

ファンド形式

- 私募ファンド：J-REITは、長期安定運用を目指し、都心部の大型オフィスビルなどを投資対象とするが、多くの私募ファンドが対象とするのはJ-REITと競合しない物件タイプや独自の取得ルートで獲得する不動産である。主に東京都内のマンションや中小規模のオフィスビル、商業ビルなどに投資を行う。

  不動産に投資する私募ファンドの多くは、少数の投資家とファンド組成者による共同投資事業的な側面が強く、パートナーシップ型の不動産ファンドともいえる。平均的なファンドの資産規模は 10 億円から 100 億円程度で、想定する投資期間は、長くても３年から５年程度で、当初の運用期間を延長する場合を除き、運用期間中に全ての保有物件を売却し、投資家に還元する。ファンド組成者からの倒産隔離のため、特別目的会社が営業者となり、ファンド組成者自ら、もしくはその子会社が資産を運用する。

  最終的なキャピタル･ゲインを考慮した出資者の期待利回りは年 10～20%程度（IRR ベース）を目標とする。目標利回りの実現のためにレバレッジを効かせることが一般的である。金融機関から投資総額の 50～70%程度のノンリコース･ローンを調達して、残りを投資家が出資する。このとき、投資家とのリスク共有のため、ファンド組成者が出資金の一部を出資して信用補完を行うことが多い。

  上場市場で日々取引される J-REIT と異なり、私募ファンドは上場市場がなく、流動性は J-REIT に劣る。一定期間を経過した段階で不動産を処分･換金して投資家に収益を分配する必要がある。そのため、出口戦略が重要である。私募ファンドの運用物件もしくはファンド自体の出口としては、他の投資家や私募ファンドに売却、J-REIT に売却、自己利用目的の個人や事業法人などに売却が想定される。物件価値を高めた後に売却するため、キャピタル･ゲインを狙う投資家への売却は難しい。J-REIT や個人のようにインカム･ゲインを目的として長期保有する投資家、最終利用者が主な売却先である。

証券化スキーム

- SPC（Special Purpose Company、特別目的会社）：限定された特別な目的のために設立される会社のこと。不動産証券化において、倒産隔離と二重課税回避の目的で設立される。SPCに用いられる形態としては、合同会社、特定目的会社がある。

- 合同会社+匿名組合（GK-TK）：匿名組合は、商法に規定される組合契約の一形態。匿

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

名組合員が営業者に出資をし、その経営を営業者に委ね、組合員はその利益配分を受け取る契約。不動産証券化において、SPCに合同会社を利用した場合に、匿名組合が併せて利用される。GK-TKスキームでは、現物不動産をそのまま取得すると不動産特定共同事業法の適用対象となり、手続きや費用がかかる。そのため、現物不動産ではなく、不動産信託受益権に投資を行う。

- 特定目的会社（TMK：Tokutei Mokuteki Kaisya）：資産流動化法に基づいて設立される会社。企業が保有する債権や不動産などの資産を譲り受けて証券化するなど、特定の目的のために設立される。資産流動化計画を財務局に届け、その計画にそって不動産を運用しなければならないが、不動産信託を利用せずに現物不動産を投資対象にできる。

運用スタイル

- コア：優良な物件に対して、インカムゲインを重視した長期安定運用を行うこと。

- オポチュニスティック投資：主として、収益性の低い不動産を投資対象とし、問題点を改善し、価値を高めた上で売却することでキャピタルゲインの獲得を目指す。投資対象の一部に開発型案件を含む。

- ブリッジファンド：投資対象物件をそのままJ-REITの投資法人に対して譲渡するタイプのファンドのこと。

不動産評価指標

- IRR：当初出資額と投資期間中のキャッシュフローの現在価値を等しくさせる割引率のこと。投資に対する収益性を表す指標として用いられる。

- NOI（Net Operating Income）：NOI（Net Operating Income：償却前営業利益）は、不動産のもつ収益力を最も客観的に表す利益指標だと考えられている。不動産投資物件のNOIは、「NOI＝年間賃料－不動産管理コスト」で計算される。

- キャップレート：「キャップレート＝無リスク資産の期待収益率＋投資物件のリスクプレミアム」である。投資物件のリスクプレミアムとは、その物件固有の投資リスクに応じた期待収益で、安全確実な投資対象ほど低くなる。不動産の場合には、金融資産、特に国債等の債券に比べて、流動性（換金性）が劣り個別性が強いといったデメリットがあるので、最も低いものでも、２%から３%程度のリスクプレミアムがある。キャップレートは主にエリア別、アセットタイプ別にその水準が異なるものであり、一般的にはエリアでいえば東京が最も低く、アセットタイプでいえば比較的キャッシュフローが安定的なオフィス、商業施設、住宅等が低くなっている。また、その物件の築年数、老朽度、などもキャップレートの水準に影響する。不動産価格、NOI、キャップレートには、

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

「不動産価格―NOI÷キャップレート」の関係が成立する。よって、NOIが大きいほど、また、キャップレートが低いほど、不動産の価格は高くなる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

沿革

1995 年 4 月に米国不動産会社ケネディ・ウィルソン・インクの子会社ケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社として発足、主に米国における不動産オークションの仕組みを日本の企業及び金融機関に紹介する機能を担い、事業をスタートした。

2003 年上場し独立。2005 年にはケネディクス不動産投資法人が、2012 年にはケネディクス・レジデンシャル投資法人が J-REIT 市場に上場している。

2013 年 2 月に発表した 3 ヶ年の中期経営計画の一つであるグループ再編の準備が同年 8 月に完了、また、不動産投資市場の回復基調が鮮明になったことから、同計画を一部見直し、受託資産 1.4 兆円の早期達成、共同投資予定額の増額、配当再開を目指す。

1995 年 4 月	ケネディ・ウィルソン・インクの日本における不動産事業の拠点としてケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社を設立
2000 年 2 月	パシフィック債権回収株式会社(連結子会社)が、法務大臣から債権管理回収業の許可を取得し、債権投資及び回収を開始
2001 年 7 月	大手生命保険会社との不動産投資ファンドを組成。初の国内顧客投資家からのアセットマネジメント業務を受託
2002 年 2 月	大阪証券取引所ナスダックジャパン市場に株式を上場
2002 年 8 月	千葉県浦安市の大型物流倉庫の建設及び大手商社との共同投資による賃貸マンションの開発に着手し、開発案件への取組を開始
2003 年 8 月	三井物産株式会社と業務提携契約を締結し、同社に対する第三者割当増資を実施
2003 年 12 月	東京証券取引所市場第二部に株式を上場
2004 年 12 月	東京証券取引所市場第一部銘柄に指定
2005 年 5 月	ケネディクス株式会社に商号変更
2005 年 5 月	三井物産株式会社と中央三井信託銀行株式会社との共同事業として、国内初の物流施設特化型 J-REIT である日本ロジスティクスファンド投資法人が東京証券取引所に上場
2005 年 7 月	ケネディクス不動産投資法人が東京証券取引所に上場
2010 年 7 月	伊藤忠商事株式会社と業務提携契約を締結し、同社に対する第三者割当増資を実施
2012 年 4 月	ケネディクス・レジデンシャル投資法人が東京証券取引所に上場
2013 年 10 月	グループの組織再編を実施。3 社（ケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ株式会社、ケネディクス・アドバイザーズ株式会社、ケネディクス・オフィス・パートナーズ株式会社）を合併し、存続会社であるケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ株式会社をケネディクス不動産投資顧問株式会社へ商号変更

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

ニュース&トピックス

2014 年 3 月
2014 年 3 月 27 日、同社は子会社の移動に関して発表した。

同社が 1,148 百万円の匿名組合出資を決定している SPC（合同会社 KRF43）に対し、2014 年 3 月 27 日付で、同社の子会社であるケネディクス不動産投資顧問株式会社が運用するケネディクス・オフィス投資法人(以下、KDO)が 1,107 百万円の匿名組合出資を新たに行うことを決定した。その結果、同社及び KDO 合せて匿名組合出資のうち 55%を取得することとなり、当該 SPC が連結子会社に該当する見込みとなったという。

当該 SPC の子会社化に伴い、同社は 2014 年 12 月期連結決算において、経常利益 2 億円の増加を見込むが、2014 年 12 月期通期会社予想に変更はない。

2014 年 3 月 18 日、同社はケネディクス・プライベート投資法人の運用開始及び投資口取得に関して発表した。

同社初の私募 REIT であるケネディクス・プライベート投資法人（KPI）について、2014 年 3 月 28 日付で運用を開始することとなった。そのサポートのため、同社は KPI が発行する投資口について、取得額総額 55 億円程度(持分割合 35%程度)の投資口取得を行うこととした。

当該投資口取得により、持分法適用関連会社となるため、同社は 2014 年 12 月期連結決算において、営業外収益約 2 億円を計上する見込みである。

同日、同社は固定資産の譲渡について発表した。

同社は連結子会社である合同会社 KRF41 が保有する TKS 武蔵小杉ビルについて、ケネディクス・オフィス投資法人に譲渡することを決定した。

譲渡の概要
譲渡価格：12,000 百万円
帳簿価格：8,822 百万円
譲渡損益：3,126 百万円
実行日：2014 年 3 月 20 日（予定）

当該譲渡に伴うサブリース契約の変更により、総額で約 4 億円の費用が発生する見通しである。また、2014 年 12 月期連結決算において、当該物件譲渡に伴う特別利益約 27 億円が計

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

上される見込みである。

同日、同社は固定資産の売却及びアセットマネジメント関連収益等の発生について発表した。

2014 年 3 月 18 日付で固定資産売却の決定により特別損失を計上する見込みとなったこと、及び、同社がアセットマネジメントを受託しているファンドが保有する不動産の売却を決定したことにより、アセットマネジメント関連収益等が発生する見込みとなったという。

譲渡の概要
譲渡価格：2,700 百万円
帳簿価格：2,937 百万円
譲渡損失：330 百万円
実行日：2014 年 3 月 28 日（予定）

2014 年 12 月期連結決算において、当該物件譲渡に伴う特別損失約 3 億円を計上する見込みである。

また、同社がアセットマネジメント業務を受託している SPC について、保有しているオフィスビルが売却されることとなったため、アセットマネジメント関連収益等が発生する見通しとなった。2014 年 12 月期連結決算において、営業収益約 4 億円を計上する見込みである。

2014 年 3 月 12 日、同社は子会社の異動と固定資産の取得について発表した。

同社は、合同会社 KRF50 に対し、新たに匿名組合出資を行い連結子会社とすること、及び、KRF50 で KDX 豊洲グランスクエアを裏付けとする信託受益権の準共有持分 65%分を取得することを発表した。なお、当該物件を裏付けとする信託受益権の準共有持分のうち、残る 35%部分については、ケネディクス・プライベート投資法人が取得する予定である。

当該物件の取得により、2014 年年 12 月期連結決算において、経常利益約 2 億円を計上する見込みであるが、2014 年 12 月期会社予想に変更はない。

出資額及び出資比率
- 匿名組合出資額（出資比率）：6,625百万円（100%）

物件の内容
- 名称：KDX豊洲グランスクエア

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

- 取得価格：22,490百万円
- 現況：オフィス、店舗
- 契約締結日：2014年3月14日
- 譲渡実行日：2014年3月28日

2014 年 2 月
2014 年 2 月 14 日、同社はプロパティ・マネジメント子会社の設立及び事業譲受に関し発表した。

同社は、プロパティ・マネジメント業務等を目的として設立されたケネディクス・プロパティ・マネジメント株式会社(以下「KPM」)が株式会社インフ・ビルマネジメント及びその関連会社(以下「譲渡会社等」)より、ビル管理業務等の事業について事業譲受を行うことを決定した。

- 譲受事業の概要　：譲渡会社等が行っている、プロパティ・マネジメント（PM）業務及び建物管理（BM）業務等
- 譲受事業の経営成績概要：営業収益6億円
- 譲受日：2014年2月28日

2014 年 2 月 4 日、同社は 2013 年 12 月期業績予想の修正を発表した。

2013 年 11 月 18 日付でケネディクス・オフィス投資法人に売却した DNI 三田ビルの取引について、前回予想では営業収益及び原価に総額計上していたが、取引の実態に応じて営業収益に純額計上をしたことから、営業収益が減少した。また、物件売却価格が想定より上回ったことによる特別損失の減少、少数株主損益の減少等により、当期純利益が増加する見通しとなった。

営業収益：22,400 百万円（前回予想 25,400 百万円）
営業利益：6,900 百万円（同 7,000 百万円）
経常利益：4,870 百万円（同 4,900 百万円）
当期純利益：1,980 百万円（同 1,500 百万円）

2013 年 10 月
2013 年 10 月 24 日、同社は、棚卸資産及び固定資産の譲渡、並びに 2013 年 12 月期通期業績予想の上方修正を発表した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社は、中期経営計画における重点施策の一つである、保有不動産売却による資産の組み換えを目的として、連結子会社が保有するガソリンスタンド（38 件）、及びオフィスビル（DNI 三田ビルディング、池袋 261 ビル）の譲渡を決定した。

当該売却による 2013 年 12 月期通期業績に与える影響は以下の通り。
・ガソリンスタンド：営業収益 約 5,800 百万円、営業利益 約 700 百万円
・DNI 三田ビルディング：営業収益 約 3,100 百万円
・池袋 261 ビル：特別損失 約 1,400 百万円

これらの取引及び想定を上回る業績の動向等を踏まえ、連結会社予想を以下の通り修正した。
営業収益：25,400 百万円（前回予想 18,200 百万円）
営業利益：7,000 百万円（同 5,800 百万円）
経常利益：4,900 百万円（同 3,700 百万円）
当期純利益：1,500 百万円（同 1,500 百万円）

2013 年 10 月 15 日、同社は株式会社スペースデザインの株式の取得(子会社化)に関して発表した。

同社によれば、株式会社スペースデザインは、サービスアパートメント及びサービスオフィスの運営が主な事業であり、賃貸住宅及び賃貸オフィスについて、より高付加価値のサービスをテナントに提供することが可能となる。

異動する子会社の概要
- 名称：株式会社スペースデザイン
- 事業内容：不動産の売買、賃貸、仲介、あっせん、オフィスビル・賃貸用マンションなどの不動産に関する運営業務の受託等

株式会社スペースデザインの 2013 年 7 月期実績
- 売上高:4,022百万円
- 営業利益:183百万円
- 当期純利益:-241百万円
- 総資産:12,943百万円
- 純資産:5,540百万円

取得に係る事項
- 取得価額（株式取得費用）：2,335百万円
- 取得価額（取得関連費用）：183百万円
- 移動後の議決権所有割合：99.0%

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

- 株式譲渡実行日：2013年10月16日（予定）

当該株式取得により、2013 年 12 月期決算において、営業収益約 10 億円を計上する見込みであるが、2013 年 12 月期通期会社予想に変更はない。

2013 年 7 月
2013 年 7 月 17 日、同社は 2013 年 12 月期通期業績予想の上方修正を発表した。

同社の連結子会社であるケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ株式会社が資産の運用を受託するケネディクス・レジデンシャル投資法人が、2013 年 7 月 17 日付で物件取得を決定したことに伴い、アクイジションフィー約 6 億円が発生する見通しとなった。

また、賃貸住宅の売却等に係る営業原価（2 億円）及び特別損失（2 億円）の計上を行うとしている。

更に、2013 年 12 月期の自己勘定投資枠について、投資実行額を累計 50 億円程度と想定していたが、投資環境の好転も相まって、順調に実績を重ねていることから、自己勘定投資枠を 60 億円程度まで引き上げている。

これらの背景から、連結業績予想を下記の通り修正した。

売上高：18,200 百万円（前回予想 16,800 百万円）
営業利益：5,800 百万円（同 4,550 百万円）
経常利益：3,700 百万円（同 2,900 百万円）
当期純利益：1,500 百万円（同 1,000 百万円）

2013 年 7 月 2 日、同社は子会社の異動と資産の取得を発表した。

同社は、不動産信託受益権の取得を目的として組成された合同会社クリークインベストメント（以下「本 SPC」）に対し匿名組合出資を行うことを決議し、本 SPC が連結子会社となることを決定した。

匿名組合出資比率
同社：約 73.8%
ケネディクス・レジデンシャル投資法人：約 26.2%

本 SPC は、東京都内に所在する賃貸住宅 4 物件(取得価格計約 110 億円(税込))を取得する

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

（資産取得日：2013 年 7 月 5 日）。本件により、2013 年 12 月期決算における収益の影響として、営業収益約 3 億円の増加、営業利益約 1 億円の増加を見込んでいるが、通期業績予想に変更はないとしている。

また、投資環境の好転を背景に、2013 年度中の自己勘定投資枠を累計 60 億円程度（従来 50 億円程度）にまで引き上げ、引き続き自己勘定投資の積み上げを促進していく方針である。

2013 年 5 月
2013 年 5 月 28 日、同社は株式分割の実施を発表した。

2013 年 6 月 30 日を基準日として、普通株式を 1 株につき 100 株の割合をもって分割する予定としている。

同日、組織再編に関する覚書締結について発表した。

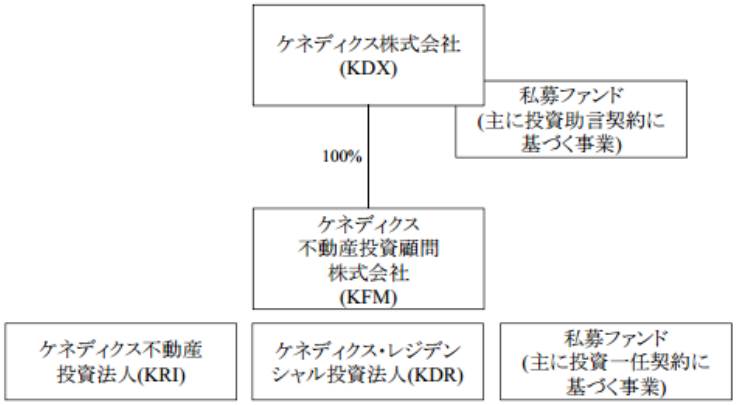
本件は、ケネディクス社、ケネディクス・アセット・マネジメント株式会社、ケネディクス・オフィス・パートナーズ株式会社、ケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ株式会社、ケネディクス・アドバイザーズ株式会社、ケネディクス不動産投資法人、ケネディクス・レジデンシャル投資法人の 7 社間において、組織再編に関する覚書を締結したものである。組織再編は主に下記 3 点を中心に行われる予定とされている。

1）ケネディクス・アドバイザーズ社を存続会社、ケネディクス・アセット・マネジメント社を消滅会社として合併を行う
2）ケネディクス・アドバイザーズ社の会社分割（主に投資助言契約に基づく事業）によるケネディクス社への事業承継
3）ケネディクス・オフィス・パートナーズ社、ケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ社、ケネディクス・アドバイザーズ社の 3 社合併。ケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ社が存続会社、ケネディクス・オフィス・パートナーズ社及びケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ社が消滅会社であり、合併後、ケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ社はケネディクス不動産投資顧問株式会社へ商号変更する

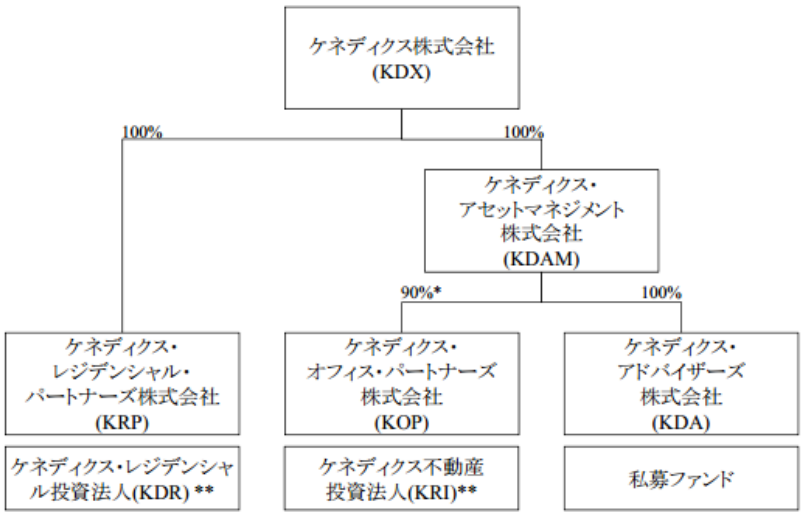
今後の予定として、基本合意締結日の予定が 2013 年 7 月中旬、実施予定日（効力発生日）が 2013 年 10 月 1 日以降（予定）とされている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

＜再編後＞



＜再編前＞



出所：同社資料

2013 年 3 月

2013 年 3 月 21 日、同社はローンの新規借入れ・リファイナンス等、ならびに営業外費用の発生について発表した。

同社は、2013 年 2 月 14 日公表の中期経営計画に基づき、ローンの長期化・条件改善等により財務体質の強化や金利コストの削減を図ることを目的とし、下記ローンの新規借入れおよびリファイナンス等を行う。

	ローンの種別	借入金額
A:	コーポレートローン	5,454 百万円
B:	コーポレートローン	3,820 百万円

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

C:　コーポレートローン　2,800 百万円
D:　コーポレートローン　500 百万円
E:　ノンリコースローン　2,015 百万円

尚、本件により 2013 年 12 月期決算において計上が見込まれる約 3 億円の営業外費用（融資手数料や支払利息等）は、2013 年 12 月期業績予想に織り込み済みであり、変更はないとしている。

大株主

大株主上位10名	所有株式数の割合
ステート ストリート バンクアンド トラスト カンパニー	4.57%
日本証券金融株式会社	3.68%
セントラル短資株式会社	3.54%
楽天証券株式会社	2.71%
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	2.35%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	2.01%
資産管理サービス信託銀行株式会社	1.97%
エスアイエックス　エスアイエス　エルティーディー	1.70%
大和証券株式会社	1.48%
マネックス証券株式会社	1.29%

出所：会社データよりSR社作成

（2013 年 12 月末現在）

株主還元

同社は、連結業績に応じた配当を継続的に行うことを基本方針としている。配当政策は、業績動向、将来の成長のための内部留保の充実及び配当性向等を総合的に勘案して配当額を決定する。

2007 年 12 月期以降、業績不振などを理由に無配を継続している。中期経営計画で 2014 年 12 月期の配当再開を目指すとしている。

トップ経営者

代表取締役社長 宮島大祐氏は、同社入社後アクイジション業務に従事し、その後、ケネディ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

クス不動産投資顧問株式会社にて代表取締役社長を７年間務め、有数の独立系J-REIT銘柄に育て上げる。三菱 UFJ 信託銀行では、資本市場部を経て、1992 年よりロスアンゼルス支店に赴任し不動産融資事業に携わる等国際経験も豊富。不動産証券化や不動産融資事業を通じて、不動産投資分野において 20 年以上のキャリアを有する。

1985 年	慶應義塾大学法学部卒
1985 年	三菱 UFJ 信託銀行株式会社（旧三菱信託銀行株式会社）
1992 年	同社　ロスアンゼルス支店
1998 年	ケネディクス株式会社（旧ケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社）
2004 年	ケネディクス不動産投資顧問株式会社（旧ケイダブリュー・リート・マネジメント株式会社）代表取締役社長
2005 年	ケネディクス・オフィス投資法人（旧ケネディクス不動産投資法人）　執行役員
2012 年	ケネディクス株式会社　取締役
2013 年	同社 代表取締役社長

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

企業概要

企業正式名称	本社所在地
ケネディクス株式会社	103-0026 東京都中央区日本橋兜町 6-5ＫＤＸ日本橋兜町ビル
代表電話番号	**上場市場**
03-5623-8400	東証 1 部
設立年月日	**上場年月日**
1995 年 4 月 17 日	2002 年 2 月 19 日
HP	**決算月**
http://www.kenedix.com/	12 月
IR コンタクト	**IR ページ**
	http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html
IR メール	**IR 電話**

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

会社概要

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。

SR社の現在のレポートカバレッジは次の通りです。

アートスパークホールディングス株式会社
あい ホールディングス株式会社
アクリーティブ株式会社
株式会社アクセル
アニコムホールディングス株式会社
株式会社アバマンショップホールディングス
アンリツ株式会社
イオンディライト株式会社
株式会社イエローハット
株式会社伊藤園
株式会社インテリジェント　ウェイブ
株式会社インフォマート
株式会社エス・エム・エス
SBSホールディングス株式会社
エレコム株式会社
エン・ジャパン株式会社
株式会社オンワードホールディングス
株式会社ガリバーインターナショナル
キヤノンマーケティングジャパン株式会社
KLab株式会社
グランディハウス株式会社
株式会社クリーク・アンド・リバー社
ケネディクス株式会社
株式会社ゲームカード・ジョイコホールディングス
ケンコーコム株式会社
コムシスホールディングス株式会社
株式会社ザッパラス
サトーホールディングス株式会社
株式会社サニックス
株式会社サンリオ
Jトラスト株式会社
GCAサヴィアン株式会社
シップヘルスケアホールディングス株式会社
株式会社ジェイアイエヌ
ジャパンベストレスキューシステム株式会社
スター・マイカ株式会社
株式会社スリー･ディー･マトリックス
株式会社ダイセキ
株式会社高島屋
タキヒヨー株式会社
株式会社多摩川ホールディングス
株式会社チヨダ
DIC株式会社
株式会社デジタルガレージ
株式会社TOKAIホールディングス
株式会社ドリームインキュベータ
株式会社ドン・キホーテ
内外トランスライン株式会社
ナノキャリア株式会社
日進工具株式会社
日本エマージェンシーアシスタンス株式会社
日本駐車場開発株式会社
株式会社ハーモニック・ドライブ・システムズ
株式会社ハピネット
パナソニック インフォメーションシステムズ株式会社
株式会社バルス
ピジョン株式会社
フィールズ株式会社
株式会社フェローテック
フリービット株式会社
株式会社ベネフィット・ワン
株式会社ベリテ
株式会社ベルパーク
松井証券株式会社
株式会社マックハウス
株式会社 三城ホールディングス
株式会社ミライト・ホールディングス
株式会社メディネット
株式会社モブキャスト
株式会社夢真ホールディングス
株式会社ラウンドワン
リゾートトラスト株式会社
株式会社良品計画
レーザーテック株式会社
株式会社ワイヤレスゲート

※投資運用先銘柄に関するレポートをご所望の場合は、弊社にレポート作成を委託するよう
各企業に働きかけることをお勧めいたします。また、弊社に直接レポート作成をご依頼頂くことも可能です。

ディスクレーマー

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものでもありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。
本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。
SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与えうる利害を有する可能性があることにご留意ください。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

http://www.sharedresearch.jp
Email: info@sharedresearch.jp

株式会社シェアードリサーチ
東京都文京区千駄木 3-31-12
電話番号　(03) 5834-8787

 Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved